

جامعة دمشق
كلية الاقتصاد
قسم المصارف والتأمين

دور الأوراق المالية الحكومية في زيادة عمق السّوق المالي (دراسة تطبيقية)

The role of government securities to increase the depth of the financial market (applied study)

قُدِّمت هذه الرِّسالة استكمالاً لمتطلَّبات الحصول على درجة الماجستير في المصارف والتأمين

إعداد

الطالبة: شذا فهد خضور

إشراف

الدكتور: أحمد العلي

١٤٣٤هـ-٢٠١٣م

إهداء

إلى من تعلمت في ربوعها وفي كل شبر من أراضيها معنى الفخر والكرامة والوفاء...

إلى من علمتني كيف يكون العطاء والولاء...

إلى من أنجبت أشجع الأبطال وأقوى الرجال...

إلى وطني سورية بلد العزة والكبرياء

إلى من سقت دماؤهم الطاهرة تراب هذا الوطن...

إلى من سيسطر التاريخ فيهم ملحمة الإقدام والإصرار...

إلى من قدموا أرواحهم لتكون مشاعل تنير طريق النصر...

إلى شهداء سورية الأبرار

إلى من أستمد من عطائه الثقة والعزم والإرادة...

إلى من أحيا بوجوده عزيزة كريمة...

إلى من أرفع رأسي لذكره الحسن وسمعته الطيبة...

إلى أبي الغالي

إلى منبع الحب والدفء والعطاء...

إلى من يعجز عن الوفاء لجميلها اللسان...

إلى التي كلما قلت لها وداعاً قالت لي متى الرجوع...

إلى أية الله في الكون إلى أعظم ملاك في صورة بشر...

إلى أمي الحبيبة

إلى ذكريات طفولتي وإشراق مستقبلي...

إلى من تجمعني بهم أصدق المشاعر وبدونهم تفقد الحياة معناها...

إلى من أتمنى لهم المستقبل الباهر والحياة البناءة...

إلى أخوتي أعز من في قلبي

إلى من أهنأ لرؤياهم وأسعد للقياهم...

إلى من جمعتني بهم أحلى الذكريات...

إلى من أستمد من صحبتهم الصبر على الصّعاب...

إلى أصدقاء العلم والعمر...

إلى أصدقائي الأعزاء

شكر وتقدير

لا يسعني بعد أن أنجزت هذه الدراسة، بعون الله وتوفيقه، إلا أن أتقدم بجزيل الشكر وعظيم الامتنان، وخالص التقدير والعرفان بالفضل الكبير لأستاذي الفاضل الدكتور أحمد العلي، الذي أشرف على هذه الرسالة، وتحمل جهداً وعناءً فحرص على قراءة كل كلمة فيها ومناقشة جميع أفكارها، مدة إشرافه حتى خرجت نبتة طيبة بفضله وحسن رعايته.

كما أتقدم بالشكر إلى أعضاء لجنة المناقشة الذين شرفوني بقبول مناقشة هذه الرسالة وإبداء الملاحظات والاقتراحات التي من شأنها أن تغني وتفيد البحث العلمي.

كما وأشكر جميع أساتذتي الأفاضل في كلية الاقتصاد لحسن عطائهم المستمر.

وأخيراً أتقدم بالتقدير والشكر إلى أصدقائي و أهلي الذين مدوا لي يد العون والمساعدة، وشاركوني عناء هذه الدراسة.

الملخص:

هدفت الدراسة إلى التعرف على الأوراق المالية الحكومية وإجراءات إصدارها، والدور الذي تقوم به هذه الأوراق في السوق المالي. ومعرفة مدى تأثير الخصائص التي تتمتع بها الأوراق المالية الحكومية في زيادة عمق السوق المالي في أسواق مالية ناشئة مقارنة. والاستفادة من تلك الدراسة.

وأهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة:

١. إن الأوراق المالية الحكومية هي أصول قابلة للتسييل والتداول بسرعة، وتسهم السيولة المرتفعة لهذه الأوراق في زيادة عمق السوق المالي.
٢. إن الأوراق المالية الحكومية ذات مخاطرة منخفضة، وهذه المخاطرة المنخفضة تسهم في زيادة عمق السوق المالي.
٣. إن المنافسة بين المستثمرين على الأوراق المالية الحكومية كونها مرتفعة السيولة ومضمونة من قبل الحكومة تزيد من حجم التداول، وبالتالي يزداد عمق السوق المالي.
٤. إصدار الحكومة للأوراق المالية يجعلها تتمتع بثقة المتعاملين، وتلك الثقة التي تتمتع بها الأوراق المالية الحكومية تزيد من عمق السوق المالي.
٥. إن ازدياد مصداقية الأوراق المالية الحكومية بين المستثمرين يزيد من حجم تداولها، مما يؤدي إلى زيادة عمق السوق المالي.
٦. سهولة تسييل الأوراق المالية الحكومية يعطيها خاصية الأمان، وسيولة هذه الأوراق تجذب المستثمرين، وبالتالي يزداد حجم التداول ويزداد معها عمق السوق المالي.
٧. يعاني سوق السندات الحكومية في الأردن من ضعف شديد الذي يمكن ملاحظته من خلال تدني معدلات التداول فيه، وضعف هذا السوق في الأردن يعود لثبات أسعار الفوائد على السندات.
٨. يُساعد سوق الأوراق المالية الحكومية في سورية على توفير أدوات تسمح بتطوير سوق ما بين المصارف، وبالتالي ستزيد من درجة كفاءة إدارة السيولة بها، وترفع من درجة تطورها المالي بحيث تتمكن المصارف من تقديم هذه السندات ككفالة لضمان الاقتراض من المصرف المركزي " تسهيل لومبارو ".
٩. كان هناك إحجام كبير من قبل المصارف العاملة في سورية على التقدم لهذا المزادات، حيث ألزمت الحكومة هذه المصارف على المشاركة عند طرحها للأوراق المالية الحكومية.
١٠. كان لانخفاض معدل الفائدة التأشيري في نشرات الإصدار على مزادات أذون وسندات الخزينة سبباً أساسياً في امتناع المصارف الخاصة عن المشاركة في المزادات .
١١. تعد المزادات من أهم الطرق المستخدمة وأكثرها انتشاراً في طرح الأذون والسندات الحكومية على الجمهور.
١٢. تلعب السندات الحكومية والأسواق التي يتم تداولها فيها دوراً مهماً للمصرف المركزي يتمثل في تطبيق السياسة النقدية والمالية .

وخلصت هذه الدراسة إلى التوصيات التالية:

١. إيلاء اهتمام أكبر لتنظيم العمل في بورصة دمشق للأوراق المالية، لأن ذلك من شأنه أن يؤدي إلى زيادة مستوى الشفافية فيه وإعطاءه السمعة، والسماح بدخول الاستثمارات الأجنبية.
٢. الاستفادة من التكنولوجيا المتطورة واستخدام أحدث الوسائل لنشر المعلومات، الشيء الذي يحقق الشفافية ويزيد من عمق سوق دمشق للأوراق المالية.
٣. أن تزيد بورصة دمشق للأوراق المالية من نشاطها وفعاليتها لتصبح عضو فاعل في المنظمات والاتحادات المحلية والدولية.
٤. أن تكون الإصدارات من سندات الخزينة مناسبة للمشاريع التنموية المصدرة لأجلها من حيث مدة الإصدار.
٥. زيادة عدد الشركات المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية فهي قليلة بالمقارنة مع بورصة عمان للأوراق المالية التي تأسست عام ١٩٧٨ بعدد بلغ (٦٦) شركة تداول، في الوقت الذي كان عدد شركات التداول في بورصة دمشق (١٢) شركة فقط.كما يجب العمل على أن تكون هذه الشركات متنوعة تشمل جميع القطاعات الاقتصادية.
٦. القيام بدراسة متأنية ودقيقة قبل طرح الأوراق المالية الحكومية من قبل الحكومة السّورية.
٧. زيادة وعي المواطن السوري بآلية عمل السوق وكيفية توظيف مدخراته بها.
٨. تغيير شروط الإدراج في السوق الموازي (أ و ب) بالمقارنة مع شروط الإدراج في السوق النظامي نلاحظ أنه تم إلغاء شرط الربحية والسماح بإدراج شركات خاسرة وهذا يؤدي إلى خلق مخاطر.
٩. يجب أن تقوم الحكومة بتسعير الأوراق المالية الصادرة بسعر يتحدد من خلال قوى السوق ليلبي حاجة كل من المقترض والمقرض، وليس بسعر تأشيري يحدد من قبل المقترض يلبي حاجته للأموال فقط بغض النظر عن الاعتبارات الأخرى لقوى السوق المختلفة.
١٠. العمل على انتقاء الكوادر الإدارية والفنية بشكل دقيق، وأن يكونوا من ذوي الخبرة والنزاهة وأن لا تدخل في انتقائهم معايير المحسوبية والواسطة الأمر الذي يحد من التواطؤ والمخاطر الأخلاقية.

فهرس البحث

الموضوع	الصفحة

الفصل الأول: عمق سوق الأوراق المالية

الفصل الثاني : الأوراق المالية الحكومية

الفصل الثالث: القسم العملي

الملاحق

الجداول

المخططات

الإطار العام للدراسة

أولاً: مقدمة الدراسة:

إن أبرز ملامح هيكل النظام المالي في العديد من الدول النامية هو الاعتماد الشديد على الجهاز المصرفي، وتهميش دور أسواق الأوراق المالية، لذلك قد بات الأمر ضرورياً نحو تنشيط وتنمية هذه الأسواق لتعبئة المدخرات غير المستغلة وتوجيهها إلى استخدامات منتجة تسهم في توسيع الطاقة الإنتاجية. من جهة أخرى تُعدُّ الأوراق المالية المكوِّن الرئيسي لهذه الأسواق وعصب الحياة لها وقد تم مؤخراً إصدار نوع جديد من هذه الأوراق تُعرف بالأوراق المالية الحكومية ومن أهمها:

- أذون الخزينة: التي تعتبر قروض مخصومة صافية قصيرة الآجل (لا تتجاوز السنة).

- سندات الخزينة: قروض الفائدة فقط وتتميز بطول آجالها (من سنة وحتى ثلاثين سنة).

إن إنشاء إدارة كفوءة لدى الحكومة من شأنها إدارة عملية الإصدار لهذه الأوراق وذلك لتمويل عجز الموازنة، وتأمين الاحتياجات التمويلية للمشاريع الاستثمارية طويلة الأجل و تُعدُّ هذه الطريقة بالتمويل أفضل بكثير من التمويل بالإصدار النقدي التي يترتب عليها ارتفاع في كمية النقود المعروضة دون زيادة مماثلة في الناتج المحلي الإجمالي، تقوم هذه الطريقة بتحويل الفوائض النقدية الموجودة لدى مختلف الوحدات الاقتصادية إلى أصول طبيعية تستخدم في المشاريع الاستثمارية.

من جهة أخرى فإنه لابدّ من التركيز على ضرورة العمل على تطوير سوق نشطة و كفوءة للأوراق المالية الحكومية و العمل كذلك على تحفيز الفعاليات الاقتصادية المختلفة للمساهمة في تحقيق الاستقرار المالي لهذه الأسواق وزيادة عمق وسيولة الأسواق الثانوية لها فيما بعد، ومن المقترح أن تؤثر الأوراق المالية الحكومية على السوق المالي باعتبارها تجربة جديدة في سورية، ولكن لم تدخل حتى الآن كمكون أساسي في السوق السورية التي تعتبر سوق ناشئة بالمقارنة مع أسواق الدول العربية الأكثر تطوراً.وعليه فإن الدراسة تقدم إضافة علمية تتعلق بتطوير سوق الأوراق المالية الحكومية في سورية، ومن ثم تحديد الأبعاد الأساسية الكفيلة بالارتقاء بهذه السّوق الناشئة إلى سوق أكثر تطوراً، علماً أن الدراسة تُعدُّ من الأبحاث الأولى في هذا المجال في البيئة المالية السورية.

ثانياً: مشكلة الدراسة:

يُعدُّ السوق المالي في سورية سوق ناشئ لا تدخل الأوراق المالية الحكومية من أذون وسندات خزينة حتى الآن كمكوِّن رئيسي فيه، وبما أن هذا السوق ناشئ فهو لا يتمتع بالعمق المطلوب، وبالتالي فإن سؤالاً رئيسياً يمكن أن يُطرح في هذا المجال: إلى أي مدى يمكن زيادة عمق السوق من خلال تحسين هذا المكون وتطويره. ولكي يتم استشراف الأبعاد المستقبلية لعملية التطوير المطلوبة يمكن الاعتماد على دراسة مقارنة لأسواق ناشئة أكثر تطوراً.

وتتلخص مشكلة الدراسة بالأسئلة التالية:

- كيف يمكن تطوير عمليات الإصدار لتلك الأوراق ضمن السوق المالي السوري بالاعتماد على دراسات على أسواق أكثر تطوراً؟

- هل من تأثير للأوراق المالية الحكومية في زيادة عمق السوق المالي في تلك الأسواق؟

- هل الأوراق المالية الحكومية في السوق السورية قد أخذت شكلها النهائي كدور فاعل في السوق المالي أم أنها ما تزال في البداية؟

ثالثاً: أهمية الدراسة:

تتجلى أهمية هذه الدراسة من ناحيتين:

أولاً من الناحية النظرية:

- تأتي من أهمية السوق المالي، ولذلك كان لابدَّ من التعرف على هذا السوق والآليات التي تؤثر به. وباعتبار أن الدراسة تتعلق بالأوراق المالية الحكومية، فيجب أولاً التعرف على هذه الأوراق، ومن ثم تأثيرها على السوق المالي، وكيفية تطوير عمليات إصدارها بالشكل الذي يساهم بزيادة عمق السوق المالي.

ثانياً: من الناحية التطبيقية:

تتناول الدراسة من الناحية التطبيقية أسواق بعض الدول العربية كونها أسواق متطورة بالنسبة للسوق السّورية، ومحاولة الاستفادة من تجارب تلك الدول وتفادي الأخطاء التي عرقلت عمل هذه الأسواق، وعكس هذه التجارب على السوق السورية التي تُعدّ سوق ناشئة وذلك من أجل تخطي السلبيات، والانتقال بتلك السوق من سوق ناشئة إلى سوق متطورة.

رابعاً: أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى ما يلي:

- فتح آفاق ومجالات الدراسة في هذا الموضوع للمهتمين على الصعيد النظري والتطبيقي.

- التعرف على الأوراق المالية الحكومية وإجراءات إصدارها.

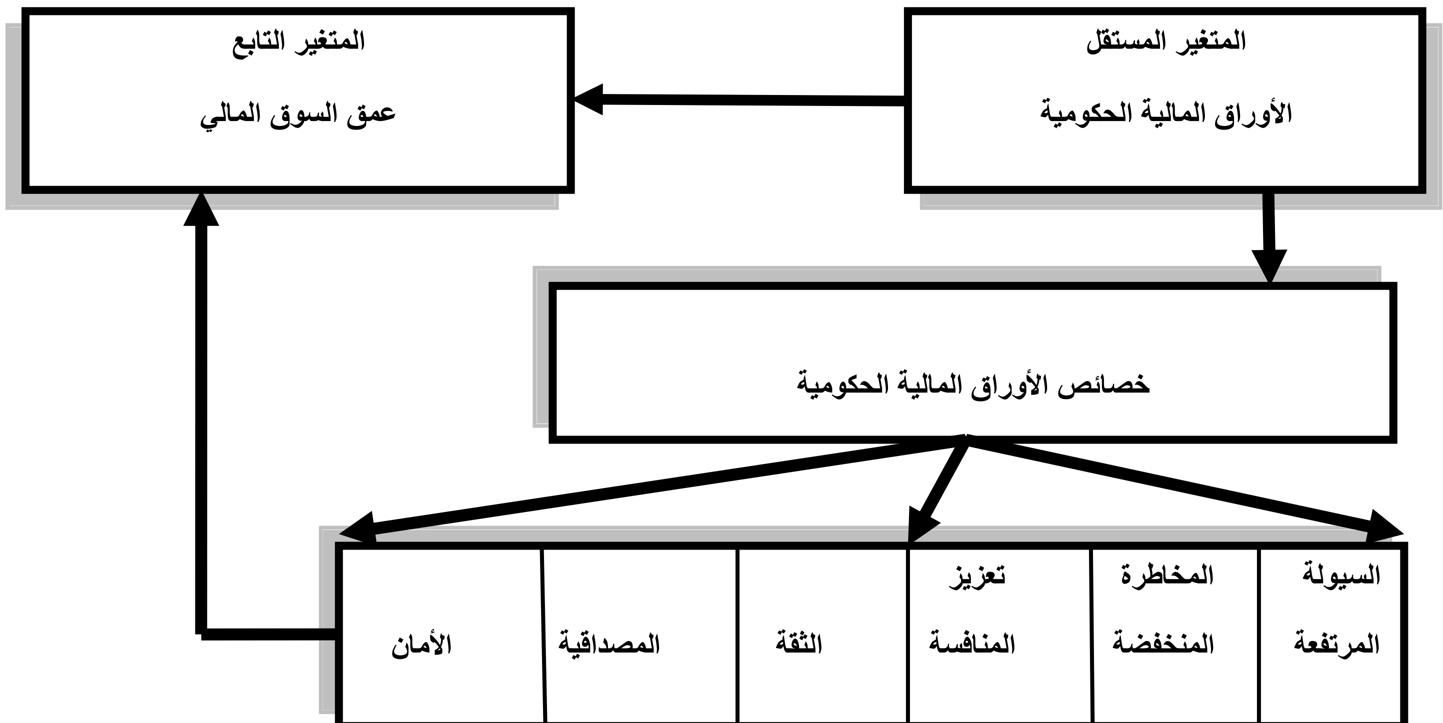
-التعرف على الدور الذي تقوم به الأوراق المالية الحكومية في السوق المالي.

- معرفة مدى تأثير الخصائص التي تتمتع بها الأوراق المالية الحكومية في زيادة عمق السوق المالي في أسواق مالية ناشئة مقارنة.

- استعراض التجربة الحديثة للأوراق المالية الحكومية في السوق المالية السورية والاستفادة من الدراسة المقارنة في تحليل واقع التجربة السورية والخصائص الواجب توفرها في تلك الأوراق لزيادة عمق السوق المالي.

خامساً: متغيرات الدراسة:

مخطط رقم (1): متغيرات الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثة

سادساً: فرضيات الدراسة:

تتضمن هذه الدراسة الفرضيات التالية، والتي يتم اختبارها عند مستوى دلالة 0.05:

١- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين السيولة المرتفعة للأوراق المالية الحكومية وزيادة عمق السوق المالي.

٢- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المخاطر المنخفضة للأوراق المالية الحكومية وزيادة عمق السوق المالي.

٣- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المنافسة بين المستثمرين على الأوراق المالية الحكومية كونها مرتفعة السيولة ومضمونة من قبل الحكومة وزيادة عمق السوق المالي.

٤- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الثقة التي تتمتع بها الأوراق المالية الحكومية وزيادة عمق السوق المالي.

٥- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المصداقية التي تتمتع بها الأوراق المالية الحكومية وزيادة عمق السوق المالي.

٦- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأمان الذي تتمتع به الأوراق المالية الحكومية وزيادة عمق السوق المالي.

سابعاً: منهج الدراسة:

إن المنهج العلمي المستخدم في هذه الدراسة :

- المنهج الوصفي الذي يعتمد على الكتب و النشرات والتقارير الدورية والأبحاث والدراسات السابقة التي تناولت الموضوع بشكل مباشر أو غير مباشر.

- المنهج التحليلي، وذلك من خلال استخدام برنامج التحليل الإحصائي (spss) لإجراء الاختبارات الإحصائية التحليلية الآتية:

١- **الوسط الحسابي (Mean):** وذلك بغية مقارنة المتوسطات الحسابية.

٢- **الانحراف المعياري (Std.Deviation):** لمعرفة مدى التشتت المطلق للقيم حول أوساطها الحسابية.

٣- **اختبار T:** لعينة واحدة اعتماداً على مستوى معنوي يبلغ 5%، وهو أسلوب إحصائي تحليلي، وُظِف لاختبار الفرضيات.

٤- **اختبار ثبات الاستبانة:** اعتماداً على ألفا كرونباخ من خلال توظيف هذا الاختبار بحيث تكون قاعدة القرار بقبول الاستبانة بوصفها أداة لقياس متغيرات الدراسة بطريقة فعالة إذا تجاوزت 60%.

٥- **اختبار (Independent Samples Test)**: لعينتين مستقلتين لاختبار القوة التمييزية للأسئلة وللتأكد من صلاحيتها لقياس المتغيرات التابعة والمستقلة.

٦- **حساب المتوسط المرجح لإجابات الأسئلة:** بغرض معرفة آراء واتجاهات المستجيبين للاستبانة.

ثامناً: مجتمع وعينة الدراسة:

- مجتمع الدراسة: الأسواق المالية العربية.
- عينة الدراسة:سوق عمان للأوراق المالية.

تاسعاً: أدوات وأساليب الدراسة:

- تم الاعتماد على قوائم الاستبيان لجمع البيانات ومن ثم قياس المتغيرات المستقلة وعلاقتها بالمتغير التابع.

عاشراً: صعوبات الدراسة:

١- قلة الأبحاث والدراسات السابقة والتي تتعلق بموضوع الدراسة.

٢- صعوبة الحصول على بيانات التي قد تغني الدراسة.

٣- عدم رغبة أصحاب الشأن بتقديم البيانات.

إحدى عشر: الدراسات السابقة:

الدراسات الأجنبية:

١- دراسة Marco Ovido (2008) بعنوان: الإعلان المثالي للمزادات الأولية للأوراق المالية الحكومية في المكسيك ، نموذج الاقتصاد القياسي الهيكلي.

هدفت هذه الدراسة إلى تقديم وصفاً كافياً لمزادات الأوراق المالية الحكومية المكسيكية وآلية إجراءها وإلغاءها واعتمدت على نموذج الاقتصاد القياسي الهيكلي (FVP) الذي يعتمد على شرط يولر، وكان من نتائج تلك الدراسة أن عوائد المزادات تختلف حسب أجل الورقة المالية الحكومية وحسب الطريقة الذي يُسعر بها المزاد حيث وجدت الدراسة أن هناك علاقة إيجابية بين عوائد المزادات المسعرة وفق الصيغة الموحدة وبين مدة الأوراق المالية الحكومية، فالأوراق المالية التي أجلها (91,182,364) يوماً تعطي عائداً أعلى عندما تُسعر وفق صيغة السّعر الموحد أما الأوراق المالية الحكومية التي مدتها (28) يوماً تعطي عائداً أعلى عندما تُسعر حسب الصيغة المميزة، وأوصت الدراسة إلى ضرورة الاهتمام بشكل أكبر بالأوراق

المالية الحكومية لما لها من أثر إيجابي في الاقتصاد، والعمل على زيادة الوعي لدى المستثمرين حول الكيفية التي يتم بها طرح المزادات.

٢- دراسة Yu Hsing (2010) بعنوان: الدين الحكومي وسعر الفائدة طويلة الأجل، طُبقت على نموذج رؤوس الأموال القابلة للاقتراض في الاقتصاد المفتوح في بولندا.

هدفت هذه الدراسة إلى التعريف بالأوراق المالية الحكومية ودورها في تمويل عجز الموازنة بعد أن واجهت العديد من الدول عجز في ميزانياتها بعد الأزمة المالية العالمية والكساد الاقتصادي العالمي وقامت بتمويل هذا العجز عن طريق الدين الحكومي حيث طُبِقت هذه الدراسة على نموذج رؤوس الأموال القابلة للاقتراض في الاقتصاد المفتوح لمعرفة ما إذا كان الدين الحكومي و المتغيرات الاقتصادية الكلية سوف تؤثر على سعر الفائدة في بولندا وقد ظهرت النتائج التالية:

- كثرة الدين الحكومي كنسبة من GDP، ارتفاع عوائد أذون الخزينة،ارتفاع نسبة التغير الحقيقي في GDP، ارتفاع معدل التضخم المتوقع، ارتفاع معدلات الفائدة العالمية وانخفاض سعر الصرف الاسمي الفعال سوف يرفع عوائد السند الحكومي البولندي.

- زيادة نسبة العجز/GDP في الأمد القصير لن يرفع عوائد السندات الحكومية طويلة الأجل.

أوصت هذه الدراسة على ضرورة المتابعة الموثوقة من قبل الحكومة البولندية للسياسة الضريبية لكي تتفادى سعر سندات سلبي وتحافظ على عائد سندات مرتفع، والعمل على احتواء توقعات التضخم المرتفعة التي ترفع نسبة معدلات الفائدة طويلة الأجل.

٣- دراسة Jason Tbomas (2010) بعنوان: إدارة الدين الفيدرالي.

كان هدف هذه الدراسة التعرف على الدين الحكومي في أمريكا وكيفية تمويل هذا الدين حيث أشارت إلى الطريقة التي يمول بها هذا الدين عن طريق الأوراق المالية الحكومية التي قسمت حسب هذه الدراسة إلى ثلاث أنواع هي:

أذون الخزينة (Treasury Bill).

سندات الخزينة (Treasury Notes ,Treasury Bonds).

سندات الخزينة المحمية من التضخم (Treasury Inflation protected Securities).

كان من نتائج تلك الدراسة أن الأوراق المالية الحكومية في أمريكا تُطرح على الجمهور للبيع عبر مزادات يومي الاثنين والخميس سواء على أساس تنافسي أو غير تنافسي حيث أوضحت آلية إجراء تلك المزادات، وتوصلت الدراسة إلى أن الدين الحكومي الأمريكي الكبير لدى الصين يؤدي إلى إيذاء الاقتصاد الأمريكي ويرفع من درجة المخاطرة ويزيد من أزمة العملة، كما يمكن للأسعار الفائدة أن تسحق الاقتصاد الأمريكي.

الدراسات العربية:

١- دراسة شادي زهرة (٢٠٠٥) في جامعة تشرين بعنوان: الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في البلدان النامية.

كان الهدف من هذه الدراسة تقديم شرحاً لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية وأنواعها بغية التعرف على مؤشرات السّوق الجيّد، وتقديم تصور عن سوق الأوراق المالية في سورية من خلال تحليل بعض الظواهر السلبية التي يعاني منها ومعرفة أسبابها.كما ركزت هذه الدراسة على أداء الأسواق مالية في البلدان النامية (الأردن- لبنان).وتوصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج إن السوق المالية وسيلة وليست هدف القصد منها خلق أقنية لاستثمار المدخرات الوطنية،كما أنها تعطينا تنبيهاً مبكراً للأوضاع الاقتصادية وتسهيل اتخاذ القرار الاقتصادي المطلوب. وأكدت الدراسة ضرورة قيام أرضية اقتصادية وقانونية وضرائبية لكي يُبنى عليها قانون السّوق المالي في سورية. ومن التوصيات التي قدمتها الرسالة ضرورة وضع تعريف واضح للشركة المساهمة العامة والشروط المطلوبة لها حتى تكتسب هذه الصفة، وأن تكون أسهم الشركات المساهمة أسمية أو للأمر، الأمر الذي يزيد من سيولتها ويجعلها قابلة للتداول بسرعة.ووجوب معاملة تلك الشركات معاملة خاصة من الناحية الضريبية بهدف تشجيع إقامتها نظراً للمزايا التي تتمتع بها مقارنة مع غيرها من الشركات. والعمل على تقييم أداء المصارف من خلال المعايير الدولية (مقررات لجنة بازل).

٢- دراسة مهند أرناؤوط (٢٠٠٨) بعنوان: تحليل سلوك أسعار الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالي.

تناولت هذه الدراسة موضوعاً هاماً بالنسبة لسورية التي هي بصدد إنشاء بورصة للأوراق المالية حيث يمكن الاستفادة من التجربة الأردنية باعتبار بورصة عمان إحدى أكثر الأسواق المالية العربية تنظيماً، بالإضافة إلى تشابه الظروف في كلتا الحالتين السورية والأردنية وخاصةً من حيث الحاجة إلى رؤوس أموال. وتضمنت الدراسة عينة مؤلفة من (٢٠) شركة مساهمة فقط موزعة على مختلف القطاعات خلال فترة دراسة ممتدة بين ١٩٩٢/١/١

و٢٠٠٧/٩/١٨. وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج التي تؤكد تنامي حجم بورصة عمان وزيادة الدور الذي تلعبه في الاقتصاد الأردني، وقد اتضح ذلك من خلال تنامي معدل رأس المال السوقي وزيادة عدد الشركات المدرجة فيها، كذلك بينت هذه النتائج وجود ضعف في سيولة بورصة عمان وبطء عمليات التداول فيها، وهذا ما يُعبر عنه معدل دوران السهم الضعيف خلال فترة الدراسة. وأوصت الدراسة على ضرورة اعتماد نظام تداول إلكتروني يسمح بإلغاء القيود على التحركات السّعرية اليومية وإبقاء خيار إيقاف التعامل عند وجود ضرورة ملحة لذلك. وتعزيز نظام الإفصاح عن المعلومات والبيانات المتعلقة بالشركات المدرجة في بورصة عمان. والعمل على إدخال صناع السّوق المتخصصين الأمر الذي يساعد على تحقيق التوازن بين العرض والطلب. التأكيد على ضرورة عقد دورات تدريبية من أجل رفع كفاءة العاملين في بورصة عمان.

٣- دراسة أنس مملوك (٢٠١٠) بعنوان: تحليل دور سوق الأوراق المالية في عملية تشجيع الاستثمار في سورية.

كان الهدف من هذه الدراسة التركيز على دور سوق دمشق للأوراق المالية في عملية جذب الاستثمارات إلى سورية ومتطلبات نجاح هذا السّوق والمشكلات والتحديات التي تواجهه. تأتي أهمية هذه الدراسة من التحليل لكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية وواقع تحول الشركات الفردية والعائلية إلى شركات مساهمة ومدى الشفافية في كيفية التعامل مع جمهور المستثمرين. اعتمت الدراسة على الاستبيان الذي وُزِع على عينة مؤلفة من (١٢٠) مفردة سُحِبت عشوائياً من سوق دمشق للأوراق المالية. وتوصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج التي تؤكد محدودية وقلة عدد الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية حيث لم تتجاوز (١٠) شركات وحجم تداول ضعيف ترجع أسبابه إلى الحدود السعرية الضيقة وقلة عدد الشركات المدرجة في السوق، وسيكيولوجية المستثمر السوري وثقافته الضئيلة عن مفهوم السّوق المالي وأهدافه. ومن التوصيات التي قدمتها الدراسة العمل على زيادة عدد الشركات المدرجة في السّوق من خلال إصدار المزيد من القوانين المحفزة على تحول الشركات العائلية إلى مساهمة. وضرورة إصلاح النظام الضريبي وتطويره ليلائم مستلزمات اقتصاد السّوق للشركات المساهمة. والعمل على زيادة وعي المواطن السّوري بآلية عمل السّوق وكيفية توظيف مدخراته بها، وذلك من خلال المزيد من العمل الإعلامي والنشرات والدورية وورشات العمل والندوات وغيرها.

٤- دراسة صالح مفتاح و فريدة معارفي (٢٠١٠) بعنوان: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها.

هدفت الدراسة إلى التعرف على مفهوم ومتطلبات كفاءة السّوق المالي وكيفية تحقيق الكفاءة الكاملة لهذا السوق ملقية الضوء على واقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، وكان من نتائج هذه الدراسة ضرورة بناء الأسواق المالية العربية على أساس متين من الكفاءة لتحقيق الفعالية المطلوبة، وأهمية إبراز الدور الرقابي الذي تمارسه هيئة سوق الأوراق المالية. وأوصت الدراسة على رفع مستوى الأداء بتدريب العاملين في تلك الأسواق عن طريق إقامة برامج تدريب دورية وبرامج توعية موجهه للمستثمرين كبرنامج (IOSCO).

٥- دراسة سامي علي (٢٠١١) بعنوان: دور أسواق الأوراق المالية في عملية التنمية الاقتصادية.

كان الهدف من الدراسة توضيح مفهوم السوق الأولية والثانوية للأوراق المالية الحكومية والدور الذي تقوم به في التنمية الاقتصادية وكيفية تطوير كلا السوقين ومعالجة أوجه النقص في هذه الأسواق. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة بين السوقين الأولي والثانوي، فكل منهما يؤثر على الأخر ويتأثر به، وإن سوق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية تفتقر لعدد من المتطلبات والمقومات اللازمة لتطورها، كما أنها تواجه ضعف في عمق وسيولة الأسواق الثانوية. وقدمت الدراسة مجموعة من التوصيات التي تؤكد على ضرورة زيادة وعي المستثمر وثقافته حول سوق الأوراق المالية والعمل على تطوير الأسواق الثانوية لتصبح أسواق عميقة ذات سيولة مرتفعة.

الفصل الأول: عمق سوق الأوراق المالية

المبحث الأول: نشأة وماهية أسواق الأوراق المالية

مقدمة:

أولاً: نشأة سوق الأوراق المالية.

ثانياً: مفهوم وتعريف سوق الأوراق المالية.

ثالثاً: خصائص سوق الأوراق المالية.

رابعاً: أنواع أسواق الأوراق المالية وأدواتها.

المبحث الثاني: الأهمية والكفاءة والسيولة للأسواق المالية

أولاً: أهمية أسواق الأوراق المالية.

ثانياً: الوظائف الاقتصادية لأسواق المالية.

ثالثاً: سيولة سوق الأوراق المالية.

رابعاً: العلاقة بين كفاءة السوق المالي والسيولة.

خامساً: استراتيجيات تحسين العلاقة بين كفاءة السوق المالي والسيولة.

سادساً: قياس السيولة.

المبحث الثالث: كفاءة وعمق سوق الأوراق المالية

أولاً: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية.

ثانياً: متطلبات كفاءة السوق.

ثالثاً:الصيغ المختلفة لكفاءة السوق.

رابعاً: مقومات السوق الكفء.

خامساً: الآليات المقترحة لتعزيز كفاءة السوق المالي.

سادساً: العوامل التي تساهم في زيادة عمق السوق المالي.

سابعاً: قياس عمق السوق المالي.

المبحث الأول

نشأة وماهية أسواق الأوراق المالية

مقدمة:

تعمل السوق المالي كحلقة وصل بين الادخار والاستثمار وأهميته من أهمية عملية الاستثمار في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، حيث تعمل السوق المالية إلى توفير المناخ المناسب لتسهيل استثمار الأموال وتوظيفها وتأمين رؤوس الأموال اللازمة لتوسيع النشاط الاقتصادي من خلال ترسيخ أسس التداول السليم والواضح والعادل لأوراق المالية، وتُعدّ الأوراق المالية عصب الحياة للسوق المالي وذلك باعتبارها السلعة الوحيدة التي يتم تداولها في تلك السوق.

- هذا وتعتبر السوق المالي مقياس لحرارة الاقتصاد، لذلك فقد بات الأمر ضرورياً نحو تنشيط وتنمية هذه السوق المالية لتعبئة المدخرات غير المستغلة وتوجيهها إلى استخدامات منتجة تسهم في توسيع الطاقة الإنتاجية وزيادة فرص العمل ومن ثم خلق دخول جديدة تسهم في زيادة الطلب الكلي.[١]

- إلى جانب ما تقدم، يمكن مع تطور سوق الأوراق المالية وارتقاء أدواتها وتقنياتها أن يتم تداولها بشكل يزيد من تدفق رؤوس الأموال الأجنبية الباحثة عن فرص أكثر ربحية ومن شأن ذلك أن يقلل من حاجة الدول النامية إلى الاقتراض من البنوك الخارجية وتبعاً لذلك تقل الأعباء التي تفرضها الديون الخارجية. وتزداد أهمية وجود سوق متطورة لأوراق المالية في كون أنها يمكن أن تقوم بأداء الوظائف التالية:

- تحديد أسعار الأوراق المالية باعتبارها الأوراق التي يمكن من خلالها نقل الموارد المالية من المدخرين إلى المستثمرين، وكلما ارتفعت كفاءة السوق كلما عكست أسعارها القيم الحقيقية للأوراق المالية.
- توفير السيولة للأوراق المالية من خلال إمكانية بيعها في أي وقت بدون خسائر.
- تخفيض تكلفة المعاملات وتدني الخطر.[٢]

[١] حسين، عصام، "أسواق الأوراق المالية(البورصة)"، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ٢٠٠٨، ص٥.
[٢] أندراوس، عاطف وليم، " أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية،٢٠٠٦، ص٧-٨.

أولاً: نشأة سوق الأوراق المالية:

لا بدَّ في البداية من الرجوع إلى فكرة تعددية النقد التي أدت إلى ولادة مهنة جديدة هي الصرافة، فلقد كلف حكام اليونان القديمة الصرافين في عام ٥٢٧ قبل الميلاد بتبديل عملات الزائرين للمدن التي يوجدون فيها، وانتشرت هذه المهنة وتطورت بشكل سريع طوال الفترة الهيلينية في اليونان وبعد ذلك في الإمبراطورية الرومانية. وفي السنوات الأولى بعد الميلاد، دخلت تلك المهنة مرحلة السكون، لا بل غياب كامل – باستثناء المنطقة العربية – دام ٥٥٠ عاماً، حيث عادت وظهرت في شمال إيطاليا، عندما قرر المشرعون الرومانيون في حينه وضع عدد من القوانين والتشريعات المتعلقة بعمليات الإيداع وتبادل النقود، وبعد ذلك احتلت الجمهوريات الإيطالية بفضل تجارتها مع الشرق مركزاً مرموقاً على صعيد الاقتصاد الدولي، وبدأت رؤوس الأموال تصل إليها بكثافة بالغة، مما استدعى إعادة ظهور مهنة الصرافة.

ولُقِب الأشخاص العاملون في تلك المهنة ما يعني بالإيطالية (المصرفيون) بعد ذلك احتلت مدينة (بروج) البيلجيكية في بداية القرن الرابع عشر المركز الأول فيما يتعلق بالسوق النقدية، فلقد جرت العادة في تلك الفترة أن تجتمع العائلات الست الأكبر العاملة في مجال (الصرافة) في منزل الرئيس من أجل دراسة عمليات بيع وشراء السلع، ومن ثم كتابة بوالص التأمين، إضافة إلى كل ما يمت بصلة لعمليات بيع وشراء النقود، أما الرئيس الذي كان يستقبل تلك العائلات في منزله، فكان يدعى (فاندر بورز) ومنه أتى اسم المكان الذي يتم فيه تبادل البضائع والخدمات بالإضافة لعمليات بيع وشراء العملة اسم (بورز) بالفرنسية أي سوق الأوراق المالية، في اللغة العربية أو (البورصة) ويعتبر المؤرخون عام ١٣٣٩م بمثابة العام الذي ولد فيه مفهوم البورصة نسبة إلى اسم عائلة الشخص السابق الذكر الذي كان يستقبل رجال الأعمال وخاصة ممثلي رجال المصارف الإيطالية، وفي عام ١٥٩٥م ظهرت بورصة (ليون) الفرنسية الأقدم والأكثر أهمية لمدة طويلة في فرنسا، إذ أن بورصة باريس لم تحظى بالأهمية القصوى إلا بدءا من عام ١٦٣٩م، وتأكد هذا النجاح بعد مائة عام تقريبا (١٧٧٤) عند إصدار التنظيم الملكي لبورصة باريس[١].

وتعود البدايات الأولى لظهور وتشكل أسواق الأوراق المالية إلى القرن السادس عشر الميلادي حيث عرفت باسم (البورصات)، والتي تحولت في النصف الثاني من القرن السابع عشر إلى أسواق منظمة لحركة وتداول رؤوس الأموال.

[١] حسين،عصام ، "أسواق الأوراق المالية (البورصة)"، مرجع سابق، ص ٨-١٠.

إن هذه البورصات نشأت في أماكن عامة مثل المقاهي، وكان يتم تبادل الصكوك المالية على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وانكلترا وأمريكا، ثم استقر التعامل في أعقاب ذلك في أبنية خاصة والتي أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية[١].

ثانياً: مفهوم و تعريف سوق الأوراق المالية:

تُعدّ سوق الأوراق المالية إحدى أهم آليات تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية حيث تلعب دور أساسي يتمثل في نقل الأموال من الناس الذين لديهم فائض بها إلى الناس الذين لديهم حاجة إليها، وبالتالي تسمح هذه الأسواق بتحريك الأموال من الناس الذين يفتقرون إلى فرص استثمارية منتجة إلى الناس الذين عندهم مثل تلك الفرص[٢].

كما يمكن تعريفها بأنها "المكان الذي يتم فيه تقويم أسعار الأوراق المالية وقياس عوائدها"[٣]،كذلك تعرف بأنها "سوق تتداول فيه الأوراق المالية بأشكالها المختلفة سواء في شكلها التقليدي أو بأنواعها غير التقليدية المشتقة وهي بذلك توفر المكان والأدوات والآلية التي تمكن الشركات والسماسرة والوسطاء والأفراد من تحقيق رغباتهم بأعمال التبادل أو إتمام المبادلات أو المعاملات بيعا وشراء بسهولة ويسر".[٤]

و تعرف على أنها "سوق مستمرة" يجتمع فيها المشترون والبائعون الذين يرغبون بشراء وبيع سندات الحكومة وأسهم الشركات المقبولة بتسعيرة البورصة، وتتم جميع الصفقات عن طريق السماسرة المعتمدين[٥].

ومما تقدم يمكن تعريف سوق الأوراق المالية حسب رأي الباحثة بأنها: المكان الذي يجري من خلاله إصدار وتداول الأوراق المالية بيعاً أو شراءً، حيث تعمل على تجميع المدخرات الوطنية وتوجيهها لقنوات استثمارية بالشكل الذي يحقق أهداف الاقتصاد في زيادة معدلات النمو الاقتصادي وتحقيق الرفاهية الاقتصادية بشكل عام.

---

[١] طوفان، أمية، "سياسات وأدوات تطوير الأسواق المالية العربية، مجلة المصارف العربية، بيروت المجلد ١٣ العدد ١٥٤، ص ٤٨.

[2] Fredrics ,Mishkin :"**The Economics Of Money,Banking,and Financial Markets"** ,London, 2005,p41.

[3] Mcmenamin ,j : "**Financial Management**" ,London , 1999 ,p72.

[٤] جودة، صلاح السيد، "بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا "، مكتبة ومطبعة الإشعاع، الطبعة الأولى، مصر،٢٠٠٠، ص ١١.

[4] Webster,s New World Encyclopedia, 1st ed – Newyork: Prentice Hall , 1993,p788.

ثالثاً: خصائص سوق الأوراق المالية:

إن أسواق الأوراق المالية على اختلاف أنواعها وتقسيماتها تتمتع بالعديد من الخصائص التي تتميز بها وأهم هذه الخصائص: [١]

١- مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون: تشكل سوق الأوراق المالية المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية والأصول وتعد السوق المالية إحدى الأسواق التخصصية التي تجمع البائعين والمشترين لبيع وشراء الأصول المالية وهي سوق تسودها المنافسة الكاملة بعيدا عن الاحتكار من خلال ما تقوم به من تقديم المعلومات المتوفرة عن كل ما يتعلق بالسوق وعن جميع المتعاملين عبر اللوائح السعرية العلنية وعقد الصفقات بشكل علني وتقديم كافة المعلومات عن الشركات والمصارف والخطط والمشاريع التي ترغب بها هذه الشركات وذلك لتمكين المستثمر من اختيار الأسهم التي يستطيع إجراء التوقع لها.

٢-مكان لتداول الأوراق المالية: تتعدد أنواع الأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق وتقسم إلى المجموعات التالية:

أ- الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات المساهمة.

ب- الأوراق التجارية بكافة أنواعها(سند للأمر- سند لحامل السفتجة الكمبيالة).

ت- القروض المصرفية قصيرة وطويلة الآجل.

ث- الأوراق المالية التي تصدرها الدولة مثل أذون الخزينة وسندات الدين العام أو الحكومية طويلة الآجل.

ج- جميع الأوراق المالية القابلة للتداول في السوق بشكل الذي يزيد من نشاط السوق ويساعد على زيادة حجم التداول.

٣- تتكون السوق من عدة أركان:

أ- فئة المقرضين والمستثمرين:

ويقصد بهؤلاء الأفراد الذين تزيد دخولهم النقدية عن حاجاتهم الاستهلاكية والذين لديهم إدخارات كذلك المؤسسات المالية (البنوك وبيوت السمسرة والشركات الاستثمارية) القادرة على استثمار بعض أموالها في مشاريع استثمارية تعود عليها بالنفع أو عوائد مالية وفيرة ومخاطر ضئيلة وبمقدور هؤلاء الأفراد والمؤسسات القيام بدور المقرض أو المستثمر في السوق المالي إذا ما استطاع هؤلاء الحصول

---

[١] الحميدي ،عبد الرحمن: عبد الرحمن خلف، "النقود والأسواق الإسلامية"، دار الخرجي، الرياض ،١٩٩٧، ص ٢٧.

على عوائد مالية مقبولة إضافة إلى عاملي الأمان والاستقرار وهذا ما يسعى إليه كل مستثمر.

ب- فئة المصدرين أو المقترضين:

وتتضمن هذه الفئة الأفراد والمؤسسات التي تكون بحاجة إلى الأموال لأن إيراداتهم النقدية تقل عن احتياجاتهم الاستهلاكية وفي هذه الحالة تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال المطلوبة بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال والتي يشترط في مصدر الورقة المالية أن يكون مؤسسة أو مصرف أو شركة استثمار.

ت- فئة الوسطاء أو الوكلاء:

وتقوم هذه الفئة بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين وفئة المقترضين أو المصدرين للأوراق المالية ويقوم الوسطاء بمجموعة من الأعمال:

- أعمال السمسرة.
- التعهد بتغطية الإصدارات.
- العمل على تقليل المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر.
- العمل على إطالة فترة استحقاق الدين.

٤- وسيلة لتجميع المدخرات الوطنية:

تساهم أسواق الأوراق المالية بجذب المدخرات لتوظيفها في الاقتصاد عن طريق تداول الأسهم والسندات أو الأوراق التجارية الأخرى، وتشجيع أصحاب الإدخارات على توظيف أموالهم بشكل قانوني ومنتظم ويبعد عن الاقتصاد شبح جامعي الأموال والمتلاعبين بأموال المدخرين وطرق الادخار والاستثمار غير النظامية بحيث تضمن للمدخر الذي اشترى سهماً محدداً لشركة معينة يستطيع الحصول في نهاية العام على عائد نتيجة توزيع الأرباح في هذه الشركة المساهمة.

٥- تؤدي السوق إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي:

تنظم السوق كل من الادخار والاستثمار بحيث تخدم في نهاية المطاف الاستقرار والتوازن الاقتصادي وتحسين معدلات النمو.[١]

---

[١] مسعود، منيرة، " الأطر التنظيمية والتشريعية للأوراق المالية البورصات (دراسة مقارنة) "، نقابة المحامين فرع دمشق عام ٢٠٠٢ ، ص ١٥-١٦.

رابعاً: أنواع الأسواق المالية وأدواتها

تختلف تصنيفات أسواق المال فيما بين الدول وفيما بين الأسواق نفسها وترتبط بدرجة تطور كل سوق من هذه الأسواق، وفيما يلي نتناول تقسيمات هذه الأسواق بشكل مفصل:[١]

1- أسواق رأس المال:

وتقسم أسواق رأس المال إلى السوق الحاضرة أو الفورية وإلى سوق العقود المستقبلية.

أ- **الأسواق الحاضرة:** وهي الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الآجل من الأسهم والسندات والأسهم الممتازة والسندات الحكومية وبقية الأصول المالية طويلة الآجل وتتضمن الأسواق التالية:

- السوق المالية المنتظمة:

يطلق مصطلح الأسواق المالية المنتظمة على التعاملات التي تجري في أوقات محددة في مكان محدد وهو سوق الأوراق المالية، ويحكم المتعاملين فيها لوائح وتشريعات معينة وتقوم بإدارتها هيئة الإشراف على تنفيذ اللوائح والتشريعات.

- السوق المالية غير المنتظمة:

يطلق مصطلح الأسواق المالية غير المنتظمة على التعاملات التي تجري خارج سوق الأوراق المالية والتي يطلق عليها المنضدة (over the counter) التي تتولاها بيوت السمسرة ويتم التعامل في هذه السوق بالأوراق المالي غير المسجلة في السوق الرسمية، ولا يوجد مكان محدد لإجراء مثل هذه المعاملات ولكن تتم من خلال شبكة اتصال قوية (خطوط تليفونية – أطراف الحاسب الآلي وغيرها من الوسائل السريعة للاتصال) تربط بين السماسرة والتجار و المستثمرين.

ويتم من خلال هذه الشبكة اختيار أفضل الأسعار والتعامل على أساسها وتعتبر هذه السوق غير حقيقية وهدفها المضاربات والمقامرة والربح.

وبناء على ذلك يمكن القول بأن الأسواق غير المنتظمة ما هي إلا أطراف لإجراء معاملات أكثر كونها المكان لإجراء مثل هذا النوع من التعاملات.

- الأسواق الاحتكارية:

وهي أسواق متخصصة في تسويق سندات الخزينة التي تصدرها وزارة المالية والسند الحكومي من المصارف المركزية أو المصرف المخصص ببيع هذه

---

[١] كنعان، علي، " أسواق مالية"، منشورات جامعة دمشق، كلية الاقتصاد ،٢٠٠٨، ص ٢٨-٣٠ .

الورقة وإذا أراد بيعها يعود ثانية لهذا السوق أو المصرف ويقدم الورقة ليحصل على قيمتها لذلك سميت بالأسواق الاحتكارية

ب- الأسواق الآجلة:

هي الأسواق التي يجري فيها الاتفاق على شراء و بيع أصل (عملات – ذهب – فضة...) في وقت لاحق مقابل سعر معين وتتم هذه العقود بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها.

ويتخذ أحد الأطراف في العقد الآجل مركز طويل الآجل ويوافق على شراء الأصل محل التعاقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر محدد متفق عليه يدعى سعر التسليم، أما الطرف الثاني فيتخذ مركزا قصيرا ويوافق على بيع الأصل في التاريخ نفسه وسعر التسوية نفسه، وتتم تسوية العقد عند استحقاقه عندما يقوم صاحب المركز القصير بتسليم الأصل إلى صاحب المركز الطويل مقابل مبلغ يساوي سعر التسليم. [١]

وتقسم الأوراق المالية محل التعاقد في سوق رأس المال إلى:

١. الأسهم: تمثل الأسهم ملكية أصحابها في الشركات التي تقوم بإصدارها وبيعها في السوق عند التأسيس أو عندما تحتاج إلى تمويل إضافي لتمويل توسعاتها الاستثمارية ويمكن للمستثمرين إعادة بيعها بانتظام سواء بغرض الحصول على نقدية أو لتعديل محافظ استثمارهم المالية وتقسم إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة.
٢. السندات: السند عبارة عن شهادة دين يتعهد بموجبها المصدر بدفع قيمة القرض كاملة عند الاستحقاق بتاريخ محدد بالإضافة إلى قيمة مبالغ دورية تعبر عن فائدة معينة في فترات محددة ويعتبر السند مصدر تمويل طويل الأجل تلجأ إليه الحكومات أو الشركات أو المؤسسات للحصول على احتياجاتها من خلال الاكتتاب العام عن طريق الأسواق المالية.

2- أسواق النقد (Money Market) قصيرة الأجل (يوم – أسبوع- ١٣،٢٦،٥٢ أسبوع): تقسم أسواق النقد إلى سوقين رئيسين هما سوق الإصدار (السوق الأولية) وسوق التداول (السوق الثانوية).

---

[2] hull, John.c :**"options ,futures and other Derivatives"** ,5th,ed,prentice Hall ,New jersey,U.S.A,2003,P2.

وفيما يلي يتم تناول كل من هاتين السوقين بشيء من الإيجاز:

- سوق الإصدار (السوق الأولية) Primary Market: هي تلك السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية الجديدة التي تم إصدارها لأول مرة، عن طريق ما يسمى بالاكتتاب العام، سواء تعلق ذلك بإصدار الأسهم عند تأسيس وإنشاء الشركات الجديدة، أو زيادة رأس مالها بغرض توسيع وتنويع نشاطها أو إصدار الأسهم والسندات عند الحاجة إلى قروض طويلة الأجل، وعادة تتولى إصدار الأوراق المالية (أسهم وسندات) مؤسسات متخصصة تسمى مؤسسات الإصدار.[١] تعتبر السوق الأولية حلقة وسط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية. فهو يتيح للمنشآت المعنية مصادر متنوعة (أسهم أو سندات أو غيرها) للحصول على ما تحتاجه من الأموال للتوسع والنمو.[٢]
- سوق التداول (السوق الثانوية) Secondary Market: يتم من خلال سوق التداول أو السوق الثانوية إعادة بيع الأوراق المالية التي سبق إصدارها، وتبعاً لذلك يحصل بائع الورقة المالية في السوق الثانوية على قيمتها وليست الشركة أو الجهة المصدرة لها. وتقوم السوق الثانوية للأوراق المالية بدور لا يمكن الاستغناء عنه لأي اقتصاد متقدم أو حتى في طريقه إلى التقدم، إذ أنها تجعل من وجود السوق الأولية أمراً ممكناً، بمعنى أنه بدون السوق الثانوية قد لا تنشأ سوقاً أولية للأوراق المالية، ففي السوق الثانوية يمكن تسييل الأوراق المالية، أي تحويلها بسهولة إلى نقود عن طريق البيع الأمر الذي يجعل هذه الأوراق أكثر قبولاً وجاذبيةً. وإلى جانب ما تقدم تساعد السوق الثانوية في عملية تسعير الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية، وكلما زاد سعر الورقة في السوق الثانوية كلما زاد سعر الورقة المصدرة في السوق الأولية ومن ثم قيمة الأموال التي يمكن أن تجمعها الجهة المصدرة.[٣] والأسواق الثانوية إما منظمة يحكم التعامل فيها قوانين وأنظمة وإجراءات رسمية، ويقتصر التعامل فيها على الأوراق المالية المسجلة

[١] حسين ،عصام، "أسواق الأوراق المالية (البورصة)"،مرجع سابق، ص١٨.

[٢] مجيد، ضياء، "البورصات أسواق المال وأدواتها (الأسهم والسندات)"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، ٢٠٠٨، ص ٦.

[٣] أندراوس، عاطف وليم، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها" ، مرجع سابق، ص ٢٧ -٢٨.

لديها، وأسواق غير منظمة يقوم بإدارتها مجموعة من الوسطاء يتبادلون المعلومات فيما بينهم ويحددون الأسعار وفقا لحجم العرض والطلب.[١]

وللسوق الثانوية أهمية بالغة للاقتصاد القومي فهي البنية التحتية اللازمة لتشجيع تأسيس الشركات المساهمة، فعملية شراء وبيع الأوراق المالية ليست استثمارات مالية فقط – كما يتراءى للبعض- ولكنها استثمارات اقتصادية أيضا فالمدخر (المستثمر) عندما يشتري قرض داخل الاقتصاد وبغض النظر عن طريقة الاستخدام لهذه السيولة فإن ذلك سيقلل تكلفة الفرصة (الخسارة) البديلة خلال استعمالها لتمويل استثمار جديد، وسيؤدي إلى زيادة المنفعة في حال استعمالها لتمويل إنفاق استثماري[٢].

وتنبع أهمية السوق الثانوية من أنها تعمل على تمويل الأوراق المالية أو بيعها خلال آجالها المحددة مما يجعل المستثمر (المدخر) مطمئناً إلى أنه يستطيع الحصول على السيولة (النقود اللازمة له في أي وقت يريده)[٣].

كما أن السوق الثانوية تكون موازية للسوق الأولية الرئيسية، وتضم الشركات المساهمة التي لا يحق لها أن تندرج في السوق الأساسية، حيث يبيع ويشترى بشكل قانوني في سوق الأوراق المالية أسهما لنوعين من الشركات في نوعين من الأسواق:

- السوق النظامية للشركات المدرجة أصولاً في السوق.
- السوق الموازية للشركات قيد الإدراج.

<u>وتوجد بعض الأشكال الأخرى للأسواق المالية منها:</u>

<u>السوق الثالثة:</u> وهي جزء من السوق غير المنتظمة، وتتكون في الغالب من الوسطاء والسماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، رغم أن هؤلاء قد يحق لهم التعامل في الأوراق المالية التي يتم التعامل بها في السوق المنظمة هذه، في حين أن الأعضاء في

---

[١] عثمان محمد، حميد اسماعيل، "أسواق المال وسوق الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال"، دار النهضة العربية، القاهرة ،١٩٩٣ ص ٥٣.

[٢] أبو زيد ،أحمد صبري، "دور سوق المال في تنمية الاستثمارات في مصر"، دار المعرفة الجامعية، القاهرة، ٢٠٠٠، ص ٩٦.

[٣] نوفل، صبري حسن، "الاستثمار في الأوراق المالية، مقدمة للتحليل الفني والأساسي"، كتاب أهرام الاقتصادي، العدد(١٠٠)، دار المعرفة الجامعية، القاهرة،١٩٩٥، ص ٨١.

السوق المنظمة لا يحق لهم إجراء تعاملات خارج السوق (البورصة) بالأوراق المسجلة فيها.

وتبرز الحاجة للتعامل في السوق الثالثة كون أن هناك العديد من المؤسسات التي تقوم باستثمارات مالية كبيرة في السوق كصناديق الضمان، والتقاعد مثلاً لا تحصل على ميزات لها عند تعاملها في السوق المنظمة (البورصة) كالخصم مثلا، لذلك تتجه مثل هذه المؤسسات إلى هذا السوق من أجل التفاوض للحصول على أكبر قدر من الخصم وبشكل يناسب حجم تعاملها الكبير هذا وتوفر الفرصة للبيوت السمسرة التي لا يوجد لديها ممثلين في السوق المنظمة من التعامل في السوق الثالثة.

السوق الرابعة: إن السوق الرابعة حالها في ذلك حال السوق الثالثة تعتبر شكل من أشكال السوق غير المنتظمة، والتعاملات في هذا السوق يتم في الغالب بين المؤسسات كبيرة الحجم، والمشاريع وشركات الأعمال ذات الارتباطات والطبيعة العائلية، ويكون التعامل في هذا السوق أما بشكل مباشر أو عن طريق الوسطاء لبيع وشراء الأوراق المالية وبحجوم كبيرة، ودور الوسطاء يقتصر فقط على مجرد تسهيل التعاملات بين المشترين (الكبار) والبائعين (الكبار)، وبالتالي الوسيط لن يكون بحاجة للاحتفاظ بمخزون من الأوراق المالية، ومن ثم لا يتحمل خسارة، ولذا فإن عمولته تكون أقل من العمولة التي يتقاضاها الوسيط في الأسواق بسبب انخفاض درجة مخاطرته من ناحية، وبسبب حجم التعاملات الكبير والتي تتيح له الحصول على مبلغ عمولة مرتفع حتى مع نسبة عمولة أقل.

ويتم إجراء المعاملات في السوق الرابعة بسرعة بسبب الاتصال المباشر والذي يتم من خلاله تحديد الأسعار التي تكون مناسبة للمتعاملين وبالشكل الذي يتضمن انخفاض تكاليف المعاملات، ولهذا فإن هذه السوق تعتبر منافساً قوياً للأسواق المنظمة وللأسواق غير المنظمة الأخرى، خاصةً وأن التعامل فيه قد يتم بكلفة الأوراق المالية، أو قريباً منها بدرجة كبيرة.[1]

وتتميز الأدوات المالية محل التعامل في سوق النقود بأن تاريخ استحقاقها يقل عن سنة واحدة وتعد المنشآت المالية والوحدات الحكومية ومنشآت الأعمال الكبيرة المصدر الأساسي لهذه الأدوات في هذا السوق.

---

[1] fIscher,D ,& Jordan,R : **"security Analysis & Portfolio Management"** (14th ed) N.y. prentice Hall,1987,p55

ومن الأدوات الشائعة محل الشراء والبيع مايلي: [1].

١) أذون الخزانة: وهي صكوك تصدرها الحكومة يحصل مالكها على عائد في تاريخ محدد وتصدر هذه الأذون بتواريخ استحقاق مختلفة وتعتبر هذه الأذون استثمار ممتاز مؤقتاً للأموال المراد الاحتفاظ بها لمواجهة احتياجات السيولة في المستقبل القريب وذلك للأسباب التالية:

- تعتبر استثمارات خالية من المخاطر(مضمونة الربح).

- لها سوق مستمرة فالمتعاملون فيها على استعداد دائم لشرائها.

- قصر استحقاقها يخفض من مخاطر انخفاض كبيرة في قيمتها.

٢) الأوراق التجارية: وهي عبارة عن وعد غير مؤكد بالدفع Unsecured Promissory Notes تصدرها الشركات الكبيرة والمعروفة التي لها وضعية مالية جيدة وتباع عن طريق وكلاء متخصصين في تداولها وتسويقها إلى المستثمرين النهائيين كالبنوك التجارية، صناديق الاستثمار وشركات الأعمال الأخرى التي لديها فائض سيولة، تتراوح فترة استحقاق هذه الأوراق ما بين أيام قليلة إلى (٢٧٠)يوماً، وتباع هذه الأوراق بخصم وتكون درجة المخاطرة المرافقة للأوراق التجارية كبيرة.

٣) شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول: وهي أداة هامة من أدوات الاستثمار في سوق النقد تصدرها البنوك التجارية على شكل إيصال يثبت أن حامله قد أودع مبلغاً معيناً لمدة محددة وبفائدة معلومة، يمكن لصاحب الوديعة الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق أو بيعها في السوق الثانوية، وتختلف هذه الشهادات عن أذون الخزينة والأوراق التجارية في أنها مثل السند تباع على أساس المردود Yield وليس على أساس الخصم Discount كما هو الحال بالنسبة لمعظم أدوات سوق النقد.

وتحسب الفائدة السنوية عليها على أساس (٣٦٥) يوماً بدلاً من (٣٦٠) يوماً، وعادة ما تكون القيمة الاسمية لهذه الشهادات أكبر من القيمة الاسمية لشهادات الإيداع غير

[1] العلي، أحمد: القاسم، عبد الرزاق، "إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية"، جامعة دمشق،٢٠١١،ص٣٢-٣٥.

القابلة للتداول، والميزة الأساسية لشهادات الإيداع تتمثل في قابليتها للتداول وعدم ضرورة الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق.

٤) القبولات المصرفية Bankers Acceptances: تعتبر القبولات المصرفية في الوقت الحاضر من الأدوات الاستثمارية الهامة التي يتم تداولها والتعامل بها في الأسواق النقدية، حيث تتسم بالعديد من السمات التي تؤدي إلى اتساع التعامل بها ومن أهمها مايلي:[١]

- تتيح القبولات المصرفية القيام بالعمليات التجارية الحقيقية (الفعلية) وبالذات الخارجية منها ذات الصلة بالتصدير والاستيراد، ومن ثم فإنها تسمح في توسيع نطاق وحجم هذه التعاملات، خاصة وأن القبولات المصرفية تتسم بدرجة مخاطرة أقل كونها مضمونة بالبضاعة التي يتم التعامل بها استيراداً أو تصديراً.

- إن القبولات المصرفية قابلة للتداول، وهي ذات طبيعة زمنية قصيرة الأجل.

- يمكن خصم القبولات المصرفية هذه لدى المصارف التجارية خاصةً وأنها ناشئة عن معاملات تجارية فعلية وهو ما يوفر لها درجة سيولة أكبر، وتزداد بذلك إمكانية استخدامها كأداة في التعاملات في الأسواق النقدية.

- إن القبولات المصرفية بفئاتها المتعددة وسعة تداولها في السّوق، يمكن أن يتيح الاستثمار فيها تحقيق عائد مناسب بدرجة مخاطرة أقل، وبسيولة مناسبة، وهو الأمر الذي يقود إلى اتساع التعامل بها في الأسواق النقدية بحيث تمثل أداة هامة.

[١] خلف، فليح حسن، "الأسواق المالية والنقدية"، دار جدار للكتاب العالمي،الأردن، ٢٠٠٦، ص٢٨٨- ٢٨٩.

المبحث الثاني

أهمية وكفاءة وسيولة الأسواق المالية

أولاً: أهمية أسواق الأوراق المالية:

تحتل الأسواق المالية أهمية خاصة، ومن هنا كان لابدّ من العمل على نقل الأسواق الناشئة إلى أسواق أكثر تطوراً، نظراً لدورها الهام والفاعل في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية من خلال إحداث توافق بين تجميع المدخرات وتحويلها للاستثمار وفق متطلبات السوق والظروف الاقتصادية السائدة، وتعزى أهمية الأسواق المالية إلى الأسباب التالية:

١. إن سوق الأوراق المالية تعمل على توفير التمويل بشروط وتكاليف مناسبة مقارنة بالاقتراض من البنوك الدولية والجهات التمويلية الخارجية الأخرى، وبالذات البنوك التجارية التي قد تفرض شروط إقراض غير ميسرة سواء اتصل الأمر بأسعار الفائدة المرتفعة وبفترات إمهال وتسديد قصيرة إضافة إلى الشروط والإجراءات التي ترافق منح مثل هذا التمويل من الأطراف التمويلية الخارجية.
٢. تعتبر سوق الأوراق المالية أداة إشباع للمستثمر الصغير حيث تستطيع هذه السوق أن توفر لصغار المستثمرين وهم الفئات الأكثر والأوسع عدداً، إمكانية استغلال مدخراتهم الصغيرة واستثمارها تبعاً لما يتوقعون الحصول عليه من عوائد وبالشكل الذي يتناسب مع طبيعة وحجم مدخراتهم وتماشياً مع درجة المخاطرة، التي يكونون على استعداد لتحملها من أجل ذلك، حيث تتاح لهم في هذا الإطار قنوات وأشكال متعددة لاستثمار مدخراتهم وبالشكل الذي يناسب كل منهم.
٣. توفر السوق المالية للمدخرين والمستثمرين السيولة التي يحتاجون إليها للقيام بنشاطاتهم الاقتصادية وذلك من خلال بيع الأوراق والأصول المالية في الأسواق عند حاجتهم لمثل هذه السيولة واستخدام هذه السيولة عند توفرها لديهم وعدم حاجتهم لها من أجل الحصول على عائد بدل بقاء السيولة الفائضة لديهم بدون استخدام [١].

---

[١] خلف، فليح حسن، "الأسواق المالية والنقدية"، مرجع سابق، ص٣٠-٣٢.

٤. إن سوق الأوراق المالية توفر مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر خيارات أوسع في شتى مجالات الاستثمار كما توجه المستثمرين نحو المشروعات التي في صالحهم وترشيد الإنفاق الاستثماري وتحذرهم من مخاطر الاستثمار في المجالات الأخرى.

٥. تساهم سوق الأوراق المالية في إعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار وظروف الاستثمار ومعدلات الادّخار حيث يتمّ تسجيل حركات الأسعار بجميع الصفقات وعروض البيع وطلبات الشراء في سوق المزايدة حيث تتحدد فيها الأثمان من خلال قوى العرض والطلب ويتمّ نشرها ويعتمد عليها الأفراد والمشروعات عند اتّخاذ قراراتهم الاستثمارية .

٦. تسهم سوق الأوراق المالية في تعبئة المدّخرات السائدة وتوجيهها نحو المشروعات، فسوق الأوراق المالية توجّه مدّخرات الأفراد واستثماراتهم إلى الشركات والحكومات، وهذه الاستثمارات تمثّل التحويل اللازم لتمكّن مشاريع الأعمال أو الحكومة من إنتاج السلع والخدمات الّتي تحتاجها كما تموّل سوق الأوراق المالية الشركات بالخدمات الّتي تساعدها على التوسّع عندما تريد ذلك.[١]

٧. تسهم سوق الأوراق المالية في تقويم الأداء الاقتصادي للشركات والمشروعات وإيجاد حلقة اتّصال بين جميع فعاليات شبكة الاقتصاد الكلّي، منها المصارف وبيوت التمويل والشركات والمؤسسات الاستثمارية، والمساهمة في تنشيط أعمالها .

٨. تساعد في الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية، وتمهّد الطريق أمام السلطات الحكومية المختصّة للمزج بين السياستين المالية و النقدية، لتكمّلا بعضيهما بهدف التأثير في حجم الطلب الكلّي وبلوغ الهدف المنشود الّذي تحدّده الظروف الاقتصادية المتغيّرة .

٩. تسهم في جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في شركات محليّة وفقاً لقوانين الاستثمار والإجراءات الإداريّة المنظّمة للنشاط الاقتصادي .[٢]

١٠. تتيح الفرصة للاستثمارات قصيرة الأجل حيث أنّ المؤسسات المالية من شركات ومصارف ونحوها، تقوم عادةً بتوظيف الأموال في مشاريع استثمارية لآجال طويلة أو متوسطة، ولكن هذا التّوظيف لا يستغرق كلّ أموال المؤسسة بصورة مستمرة، فتبقى عندها فوائد مالية ومن غير المعقول الاحتفاظ بها على هيئة نقدية صرفة، فتقوم باستثمارها عن طريق سوق الأوراق المالية على هيئة أدوات مالية قابلة للتداول والسيولة، في الوقت الّذي يرون فيه تحويلها إلى نقد سائل.

---

[١] نوفل، صبري حسن، "الاستثمار في الأوراق المالية، مقدمة للتحليل الفني والأساسي "،كتاب الأهرام الاقتصادي العدد (١٠٠) ، دار المعرفة الجامعية القاهرة ١٩٩٥ ص ٤٤.

[٢] مملوك، أنس، "تحليل دور أسواق الأوراق المالية في عملية تشجيع الاستثمار في سورية"، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، ٢٠١٠، ص٢٢.

١١. تقلّل من مخاطر التضخم والانكماش المالي، حيث تعتبر سوق الأوراق المالية الحقل الّذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النّقدي عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية لتغيير كميّة النّقود لمعالجة التضخّم والانكماش.[١] يؤثّر سوق الأوراق المالية في النظام الاقتصادي والنظام النقدي ويتأثّر بهيكلية كلا النظامين، فبعد التغيّرات الهيكلية الّتي حدثت في أغلب الاقتصاديات العالميّة والقيام بإصلاحات اقتصادية، فقد أدّى ذلك إلى تزايد الظروف الاقتصاديّة الّتي تتطلب إنشاء سوق للأوراق المالية ومنها: [٢]

- ضرورة تجميع المدّخرات الوطنية وتوظيفها في نشاط الاستثمار لتمويل عمليّة التنمية بشكل مستمرّ وعند حاجة الاستثمار للتمويل المطلوب وللاستفادة منها وترشيد استخدامها .
- تتفاوت كميّة المدّخرات حسب الظروف الاقتصادية والاجتماعية فتكثر أو تقلّ من فترة إلى أخرى فالسوق المالية تساعد في التوافق بين فترة جمع المدخّرات من خلال الأوعية الادّخاريّة وفترة حاجة المنشآت للتمويل .

١٢. إن فعالية الأسواق المالية تؤثر بشكل إيجابي في النمو الاقتصادي للبلد، فمع هذه الأسواق يمكن للدولة الحصول على الموارد المالية، التي تحتاجها في العملية التنموية، عن طريق طرح السندات للاكتتاب العام لتمويل العجوزات، متجنبةً بذلك الاقتراض الخارجي وما يمثُله من أعباء تثقل كاهل الدولة اقتصادياً وسياسياً، وفي الوقت نفسه تكون قد أدخلت القطاع الخاص شريكاً في عملية التنمية بواسطة السّوق المالي.

١٣. تُشكِل سوق الأوراق المالية عامل جذب هام لرؤوس الأموال الأجنبية والمحلية، وهذا دفع للدول النامية إلى الاهتمام بتطوير العوامل التي ترى أنها تساهم بشكل أو بآخر في تطوير هذه الأسواق من حيث إزالة العقبات القانونية والمالية وتحسين المناخ الاستثماري.[٣]

١٤. تلعب السّوق المالية دور في توفير أشكال أخرى غير النقود للاحتفاظ بالثروة متمثلة بجميع الأوراق المالية المتعامل بها في تلك السوق كالأسهم والسندات التي تدر على صاحبها عائداً.

١٥. تقوم بتوفير الفرص للأصحاب الثروات المالية بتحويل موجوداتهم من الأوراق المالية إلى نقود في أي وقت يحتاجون فيه لسيولة أكبر.

١٦. تقوم الأسواق المالية بوظائف أخرى مساعدة أو مكملة لوظائف النقود، فإحدى وظائف النقود هي استخدامها كأداة للدفع الحالي والآجل، والأسواق المالية هي الآلية التي بواسطتها تقوم النقود بهذه

---

[١] عبدالرحمن ،أحمد، "العولمة المظاهر والأسباب"، مجلة العولمة الاجتماعية، مجلد،٢، ١٩٩٨، ص ٤٣ .

[٢] الشعار، نضال، "سوق دمشق للأوراق المالية"، دار الضاد للطباعة والنشر، حلب،٢٠٠٢ ، ص ٢١.

[٣] المجالي، إياد خالد شلاش، "محددات الطلب على الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة الأردني خلال الفترة ١٩٧٨-٢٠٠٧ أطروحة دكتوراة، جامعة دمشق، ٢٠١١-٢٠١٢، ص٢٦.

الوظائف فالشيكات التي تستخدم كوسيلة للدفع يتم التعامل بها من خلال المصارف العاملة في الأسواق المالية والقروض التي تمنح من قبل المصارف هي جزء من فرص الائتمان التي توفرها الأسواق المالية[1].

ثانياً: الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية:

تنهض أسواق الأوراق المالية بكافّة أشكالها وتقسيماتها بأداء وظيفتين اقتصاديتين رئيسيتين ينبثق عنها عدد من الوظائف الاقتصادية الثّانوية وتتمثّل هاتين الوظيفتين في :

أ- الوظيفة التعبوية لأسواق الأوراق المالية: [2]

عمدت بعض الدول في المراحل الأولى من مسيرة التنمية إلى إنشاء نظم للادّخار تديرها الحكومة عن طريق مكاتب البريد لجذب صغار المدخرين الّذين وجدوا فيها قدراً كبيراً من الأمان، فكانت صناديق البريد قناة ادّخار فعالة على المستوى الشعبي في جذب ذوي الدخل المنخفض إلى القطّاع المالي الرسمي للدولة، كما كانت أسلوباً فاعلاً لتعبئة المدخّرات وإذا كانت صناديق توفير البريدي أداة فعّالة في تعبئة المدخّرات إلا أنها ليست وسيطاً مالياً يقبل الودائع من المودعين ويمنح القروض، إذ هي مؤسسة ودائعية فقط، ولهذا فإنّ الحاجة قد أفسحت الطريق أمام المصارف التجارية لتلعب دور الوسيط المالي من خلال عملين منفصلين تقوم بهما وهما تلّقي الودائع من المودعين ومنح القروض القصيرة والمتوسطة الأجل للمقترضين ولهذا فإنّها توصف مؤسسات مالية ودائعية ائتمانية، إلّا أنّ البنوك التجاريّة ومع قدرتها على خلق الائتمان ينحصر نطاق تعاملها مع القطاع العائلي وصغار رجال الأعمال. ومن هنا تولّدت الحاجة إلى وجود أسواق أوراق مالية لتكون بحكم وظيفتها همزة الوصل بين مدخّرات الأفراد والمشروعات الإنتاجية، حيث تعمل بجميع مؤسساتها كآلية أو أداة لخلق روافد مستمرّة من التدفقات المالية من ذوي الفائض من الأفراد والمؤسسات الاقتصادية في المجتمع لتلبية احتياجات المشروعات الإنتاجية من هذه التدفقات وفقاً لسياسة معيّنة وعبر قنوات تتنوّع أشكالها وأنواعها وأنماطها .

وكما قدمنا فإنّ سوق الأوراق المالية تتكوّن من سوقين مرتبطين ببعضهما وهما :[3]

---

[1] السيد علي، عبد المنعم، "نقود ومصارف وأسواق مالية"، دار ومكتبة الحامد، عمان، ٢٠٠٤ ، ص ٦٦-٦٧.
[2] هندي، منير إبراهيم، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال "، منشأة المعارف، الإسكندرية ، ٢٠٠٦، ص ٦٦٣-٦٦٤.
[3]william.R.Nelson:" **financial market, instruments, and market makr"** 2000,p3.

١. سوق الإصدار: الّذي يتكوّن من مجموعة المؤسسات المتخصصّة في إصدار الأوراق المالية لحساب منشآت الأعمال والجهات الحكومية الّتي تتمثّل ببنوك الاستثمار وبيوت السمسرة الكبيرة والبنوك التجارية .

٢. سوق التداول: وهو الّذي يوفّر السيولة للمستثمرين الّذين اشتروا الأوراق المالية من سوق الإصدار ويرغبون ببيعها بالسعر والوقت المناسبين. ولاشكّ أنّ السوقين معاً يلعبان دروراً حيوياً للمستثمرين وللمنشآت المصدرة للأوراق المالية، بل للاقتصاد القومي ككلّ بما يؤدّيانه من:

- تجميع مدخّرات الأفراد وتوجيهها نحو الاستثمار الحقيقي.
- بتوفير منافذ مشروعة للمدخّرين لنقل مدخّراتهم للغير.
- تحقيق منافذ مشروعة للأموال المستثمرة على شكل أسهم وسندات.

ب- الوظيفة التمويلية لأسواق الأوراق المالية:

تعزف البنوك التجارية عن التمويل طويل الأجل للمشروعات الإنتاجية الكبرى لأسباب متعدّدة منها:

١. تجنّب الآثار التضخميّة لمثل هذا التمويل، إذ لو قامت البنوك التجارية بمثل هذا التمويل لأدّى ذلك إلى زيادة مفرطة في حجم الائتمان المحليّ وإحداث موجات تضخّميّة خاصّةً إذا أخذ التمويل شكل القروض طويلة الأجل، دون أن يقابلها زيادة مماثلة في الناتج القومي يستطيع امتصاص السيولة الناتجة عنها بعد فترة زمنية طويلة.

٢. مشكلات المخاطرة الّتي تتعرّض لها البنوك التجارية من هذه القروض الطويلة الأجل، ومخاطر الإفلاس ومخاطر تصفية المنشآت المقترضة.

٣. تحتاج خطط التنمية الاقتصادية إلى رؤوس أموال كبيرة لا تتوافر لدى الدولة، كما تحتاج إلى تتضافر منشآت القطاع الخاصّ في إحداثها، فإنّ الضرورة تقتضي قيام سوق للأوراق المالية تستطيع من خلالها الحكومة ومنشآت القطاع الخاصّ طرح بعض الأصول المالية للمشروعات الجديدة في صورة أسهم وسندات للاكتتاب العامّ في هذا السوق لتمويل المشروعات المصدرة لها.[١]

وبهذا فإنّ سوق الأوراق المالية تُعدّ من أهمّ القنوات الّتي يتمّ بواسطتها تحويل المدخّرات المجمعّة إلى استثمارات حقيقية من حيث كونها مكاناً لتداول الأوراق المالية الّتي تمثّل حصصاً من رأس مال مؤسسات صناعية أو زراعية أو تجاريّة أو عقارية أو ديوناً عليها

[١] خربوش، حسن علي : أرشيد،عبد المعطي رضا، "الأسواق المالية "، دار زهران، عمان، ١٩٩٨، ص ١٢.

فضلاً عن قيامها بتحويل هذه الاستثمارات طويلة الأجل (الأسهم والسندات) إلى أموال سائلة عند الحاجة.

ثالثاً: سيولة سوق الأوراق المالية:

مفهوم سيولة سوق الأوراق المالية ينصرف إلى سهولة تسويق الأوراق المالية بأدنى تكلفة ممكنة، وثمة خصائص إذا توافرت فإن السوق تتصف بالسيولة وهي:[١]

١. عمق السوق.

٢. اتساع السوق.

٣. سرعة استجابة السوق.

عمق السوق: تتصف السوق بكونها عميقة (Deep Market) إذا كانت حركة التعاملات فيها نشطة ويتحقق ذلك مع وجود أوامر بيع وشراء بصفة مستمرة للورقة المالية، وفي حال السوق العميقة يؤدي الخلل في التوازن في الكمية المطلوبة أو المعروضة إلى تغيرات بسيطة في الأسعار، ومؤدى ذلك أن الخسائر الرأسمالية التي قد تحدث عادة ما تكون هامشية.

وعلى العكس من السوق العميقة تتسم السوق الضحلة (Shallow Market) بعدم استمرارية التعامل في الورقة المالية، ويؤدي الخلل في التوازن بين العرض والطلب إلى تغيرات كبيرة في الأسعار، ففي حالة فائض الطلب قد يرتفع السعر إلى درجة أن من يرغب في الشراء قد ينتظر لفترة أخرى على أمل انخفاض السعر.

وفي حال زيادة العرض على الطلب ينخفض السعر مما يعرض حامل الورقة المالية لخسائر ضخمة قد تجبره على تأجيل البيع، ولا شك أن وجود وسائل اتصال جيدة بين المتعاملين في السوق يعد من أهم متطلبات السوق العميقة، حيث يساعد ذلك في تنفيذ أوامر البيع والشراء بسرعة مما يخلق حالة من استمرارية التعامل.

لا يقبل صانع السوق شراء الورقة المالية التي يتسم سوقها بالضحالة إلا إذا كان هامش الربح (Bid-Askedspread) المرتقب كبيراً، بالقدر الذي يحقق له حماية من مخاطر تعرضه للخسائر الرأسمالية نتيجة لضحالة السوق، والعكس يصبح صحيحاً بالنسبة للأوراق المالية التي يتسم سوقها بالعمق ومع وجود وسائل اتصال جيدة بين المتعاملين لا توجد أوامر بيع وشراء حائرة لا تجد الطريق للتنفيذ.

---

[١] صبح، محمود ، "التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية"، القاهرة، ١٩٩٧، ص ١١٨-١١٩.

اتساع السوق: تكون السوق متسعة إذا كان هناك عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المالية ويحقق ذلك الاستقرار النسبي في سعرها، ويقلل من ثم من مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية، وفي السوق المتسعة لا يوجد دافع لدى المشتري أو البائع لتأجيل قرارات الشراء أو البيع، ومن المتوقع أن يقبل صانع السوق هامش ربح صغير يبرره ارتفاع معدل دوران الورقة.[1]

سرعة استجابة السوق(مرونة السوق): يقصد بخاصة استجابة السوق (Resiliencl) أو مرونة السوق القدرة على معالجة أي خلل محتمل في العرض والطلب على ورقة مالية معينة من خلال تغيير السعر بشكل طفيف، ويضمن ذلك تدني الخسائر الرأسمالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة المالية، مما يقلل من تردده في بيعها، كما تضمن أيضا عدم انتظار المشتري المحتمل للورقة المالية لفترة لاحقة لشرائها بسعر أقل.[2]

وثمة أساليب متعددة يمكن أن تسهم في تحقيق السيولة للأوراق المالية لعل أهمها: [3]

١) طرح الأسهم للاكتتاب العام بدلاً من الطرح الخاص لها، إذ يتيح الطرح العام للأسهم إمكانية إعادة بيع الأوراق المالية المشتراة في أي وقت، الأمر الذي ينشط من حركة التداول للسهم في السوق ويسهم في رفع سيولة السهم.

٢) كذلك يعتبر تسجيل الأوراق المالية في البورصات من بين أهم الاستراتيجيات التي قد تحقق السيولة لتلك الأوراق، إذ من شأن ذلك أن يساعد المستثمرين باستمرار على الحصول على المعلومات من الشركات المصدرة للأوراق المالية والصناعات التي تنتمي إليها، فضلا عن توفير معلومات عن التغيرات التي تطرأ على القيمة السوقية لهذه الأوراق بشكل مستمر، الأمر الذي يشجع المستثمرين على التعامل في الأوراق المسجلة بشكل يساعد على تحقيق سيولة أفضل للأوراق المالية المسجلة مقارنة بغيرها.

٣) إصدار الأوراق المالية بقيمة اسمية صغيرة، من شأن ذلك أن يجذب شريحة عريضة من المستثمرين من ذوي الموارد المالية المحدودة بشكل يعزز من سيولة هذه الأوراق الأمر الذي يؤدي إلى تزايد الإقبال على هذه الأوراق ومن ثم زيادة معدل دورانها، ومؤدى ما تقدم تشجيع صناع السوق على قبول هامش ربح منخفض بما يزيد من سيولة الورقة ومن ثم جاذبيتها بالنسبة للمستثمرين. ويفسر ما

---

[1] أندراوس، عاطف وليم، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها "، مرجع سابق، ص١٦٥.

[2] رضوان، سمير عبد الحميد، "أسواق الأوراق المالية"، المعهد العالي للفكر الإسلامي، القاهرة، ١٩٩٦، ص٦٠-٦١.

[3] صبح ،محمود، "التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية"، مرجع سابق ، ص١٢٢.

تقدم قيام العديد من الشركات بتجزئة أسهمها عدة مرات وذلك بهدف تخفيض قيمتها السوقية لتنشيط حركة التداول عليها ومن ثم رفع مستوى سيولتها.

ولأن توافر كل من الكفاءة والسيولة يعتبر من السمات الضرورية التي يتعين توافرها في السوق الجيدة لذلك ثمة ضرورة لتوضيح العلاقة بين كل من الكفاءة والسيولة في سوق الأوراق المالية.

رابعاً: العلاقة بين كفاءة السوق المالي والسيولة:

يختلف مفهوم سيولة السوق المالية عن المفهوم العام للسيولة، إذ تُعرف السيولة بأنها قدرة الشركة على تحويل أصولها إلى نقدية بسرعة وبتكلفة منخفضة، بينما تُعرف سيولة السوق المالية بأنها سهولة تداول (بيع وشراء) الأوراق المالية بسرعة وبسعر قريب جداً من السعر الذي أُبرمت به أخر صفقة على تلك الورقة المالية، وذلك على فرض عدم ورود معلومات جديدة للسوق.[١]

يوجد نوعان من التغيرات في أسعار الأوراق المالية:

أ- تغيرات عارضة .

ب- تغيرات غير العارضة.

التغيرات العارضة: وتعزى التغيرات السعرية العارضة إلى تصرفات المستثمرين الذين لا يتوفر لديهم أي معلومات ويتصرفون بوحي من أحاسيسهم الخاصة دون دراسة، ويطلق على أولئك فريق الضوضاء، وفي ظل هذا النوع من التغيرات السعرية تتأرجح الأسعار في حدود المدى أو الهامش بين سعر شراء الورقة المالية وسعر بيعها، ولا يتغير هذا الهامش، وحتى لو فرض تغيره فإنه سرعان ما يعود إلى ما كان عليه بعد عدد قليل من الصفقات.

من ناحية أخرى تعزى التغيرات غير العارضة إلى ورود معلومات جديدة تدفع الأسعار إلى مستويات جديدة، وهي تدوم وتبقى إلى أن ترد إلى السوق معلومات أحدث. ويتوقف مدى واتجاه التغيرات غير العارضة على طبيعة المعلومات التي ترد إلى السوق، فإذا كانت المعلومات إيجابية وسارة تتجه الأسعار إلى الأعلى، بخلاف الوضع في حال ورود معلومات غير سارة حيث تتجه الأسعار إلى الأسفل.

- وتأسيسا على طبيعة التغيرات السعرية التي تطرأ على أسعار الأوراق المالية، يمكن بحث العلاقة بين مفهومي الكفاءة والسيولة، ففي ظل التغيرات السعرية العارضة ينسجم مفهوم الكفاءة

---

[١] العاني، عماد محمد علي، "فعالية السوق المالية في الاقتصاد القومي- سوق نيويورك، بحث مقدم إلى المؤتمر الأول لكلية الاقتصاد في جامعة تشرين، نيسان ٢٠٠٣، ص٣.

والسيولة، حيث تكون التغيرات الناجمة عن تصرفات فريق الضوضاء في أضيق نطاق وقد لا تحدث على الإطلاق، وهو ما يتفق ومفهوم الكفاءة التي تقضي بعدم حدوث تغيرات سعرية يعتد بها إلا بناء على توافر معلومات جديدة، كما ينسجم هذا أيضا مع متطلبات السيولة حيث يمكن بيع وشراء الأوراق المالية بأدنى تكلفة (ممثلة في هامش الربح المنخفض الذي يحصل عليه المتخصص) وأدنى خسارة ممكنة. وتبعاً لم تقدم فإن أدوات تحقيق السيولة مثل إجراءات إيقاف التعامل في حال وجود خلل بين العرض والطلب هي ذاتها أدوات تحقق كفاءة السوق خلال الفترات التي لا ترد فيها معلومات.

- وعلى خلاف ما سبق فإن التعارض يبدو واضحا بين السيولة والكفاءة في ظل التغيرات السعرية غير العارضة، إذ أن أحد المتطلبات الضرورية للسيولة هو توافر سمة انتظام الأسعار أو استقرار الأسعار (عدم حدوث تغيرات كبيرة في الأسعار من صفقة إلى صفقة) ، وفي ظل هذه السمة لا تصل الأسعار إلى مستوى التوازن الذي يعكس القيم الحقيقية للأوراق المالية، بل ستتحرك تدريجياً في هذا الطريق الأمر الذي يتعارض مع سمة الكفاءة، حيث لن تعكس الأسعار في هذه الحالة المعلومات المتاحة بالسرعة المطلوبة الأمر الذي يتيح لبعض المتعاملين فرصة تحقيق أرباح غير عادية على حساب البعض الأخر. [١]

- من غير المتوقع أن يحاول الفريق الذي يرتب معاملاته على أساس المعلومات أن يزيل تأثير سلوك فريق الضوضاء على أسعار الأوراق المالية لسببين:

  - تعطي المعلومات المتاحة لهم ميزة على فريق الضوضاء.
  - أنه ليس هناك ما يضمن لهذا الفريق أنهم يتعاملون بالفعل على أساس معلومات وليس على أساس الضوضاء.

ورغم أن تصرفات فريق الضوضاء من شأنها أن تضعف من كفاءة السوق على النحو المتقدم، إلا أن غيابهم قد يؤثر على نشاط السوق، ذلك أن المتعاملين على أساس المعلومات يتعاملون مع فريق الضوضاء أكثر من تعاملهم فيما بينهم، ومن شأن غياب فريق الضوضاء إلى هبوط شديد في حركة التعامل في السوق بصفة عامة، وتأسيساً على ما تقدم يمكن القول إن السوق الكفء والذي يتطلب عدم وجود فريق الضوضاء لا يمكن أن يجذب عدد كبير من المتعاملين في الوقت الذي يعتبر توافر عدد كبير من المتعاملين أحد أدوات تحقيق كفاءة السوق. كما أنه إذا كان السوق كفء غير جذاب بالنسبة للعديد من المستثمرين فإن السيولة في هذا السوق سوف تكون عند حدها الأدنى[٢].

---

[١] أندراوس، عاطف وليم، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها "، مرجع سابق ، ص١٦٦- ١٦٨.

[٢] هندي، منير إبراهيم، " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٩، ص ٤١٣-٤١٥.

خامساً: استراتيجيات تحسين العلاقة بين كفاءة السوق المالي والسيولة:

إضافة إلى الأساليب السابقة لتحسين الكفاءة والسيولة للسوق المالي يوجد استراتيجيات لتحسين هذه العلاقة تتمثل بمايلي:

- **إستراتيجية الشمس المشرقة:** تقضي إستراتيجية متاجرة الشمس المشرقة (Sunshine Trading Stratgy) أن يقوم كبار المستثمرين بالإعلان مسبقاً عن شراء أو بيع ورقة مالية معينة. مثل هذا الإعلان من شأنه أن يتيح للسماسرة فسحة من الوقت للبحث عن المستثمرين الذين يرغبون في بيع أو شراء الورقة المعينة، بما يتيح لها فرصة تسويقية أفضل ويخفف في نفس الوقت من عبء السيولة الملقى على عاتق صناع السوق.
- **جلسات المزاد الدورية ذات السعر الواحد:** في هذا المزاد تنفذ كافة أوامر السوق، كما تنفذ كافة أوامر الشراء المحددة بسعر أعلى من سعر التوازن، وكذلك كافة أوامر البيع المحددة بسعر أقل من ذلك السعر، وفي حال حدوث خلل بين العرض والطلب (أي بين أوامر البيع والشراء) يتم الإعلان عن ذلك الخلل بما يتيح فرصة للمستثمر حتى نهاية اليوم- لإعادة النظر في الأمر الذي سبق إصداره، إذ قد يستبدل أمر البيع بأمر الشراء أو العكس، أو قد يعيد النظر في الكمية التي يتضمنها الأمر. مثل هذه الإستراتيجية من شأنها أن تخفف العبء على صناع السوق لتوفير السيولة، كما تقلل فرصة تعرضهم للخسائر خلال الفترات التي تتسم فيها الأسعار بعدم الاستقرار، ويضيف **شوارتز** [1]: إن مثل هذه الجلسات من شأنها أن تستوعب الطلبات الكبيرة (Block Trading) بأقل قدر من التأثير على الأسعار، ويتوقع أن تواجه تلك الإستراتيجية باعتراض من المتخصصين، إذ تضيع عليهم فرصة الكسب الذي كان يمكن أن يحققونه لو أنهم قاموا بأنفسهم بإزالة الخلل.
- **إيقاف التعامل:** يسهم إيقاف التعامل (Trading Halt) لبعض الوقت في تحقيق ذات المزايا التي إستراتيجية الشمس المشرقة، إذ تعلن إدارة البورصة قرار إيقاف التعامل عندما يحدث خلل بين العرض والطلب وذلك في محاولة لتجميع أكبر عدد من البائعين والمشترين حسب الأموال.[2]

سادساً: قياس السيولة:

هناك عدة طرق لقياس سيولة ورقة مالية معينة وتتمثل هذه الطرق في مايلي:

---

[1] Schwartz,R: " **Institution Analizaation of the Equity Market**" Jornal Portfolio Management 17,1991,p48.

[2] هندي، منير إبراهيم، "الأوراق المالية وأسواق المال"، مرجع سابق، ص ٥٧٤-٥٧٧.

a) هامش ربح صانع السوق:[1]

يحقق صانع السّوق (المتخصص أو التاجر) هامش ربح يمثل الفرق بين السعر الذي يشترى به الورقة والسعر الذي يبيعه بها (Bid- AskSperead) ويعكس هذا المدى عناصر عدة أهمها:

- تكلفة الانتظار التي يتحملها صانع السّوق حتى يجد مشتري للأوراق المالية التي في حوزته، والتي تتحدد أساساً بتكلفة الاحتفاظ بمخزون الأوراق المالية.
- المخاطر التي يتحملها صانع السّوق كمخاطر ارتفاع سعر الفائدة ومن ثم انخفاض أسعار الأوراق المالية التي بحوزته.
- عدم التنويع الكفء في الأوراق المالية التي يتخصص فيها.

b) قيمة التداول / الناتج المحلي الإجمالي، وتركز على ملاحظة قيمة التداول إلى حجم الاقتصاد.

c) قيمة الأسهم المتداولة / رأس المال السوقي، وهي تعكس التداول مقاساً إلى حجم السوق[2].

d) نسبة السيولة:

يقصد بنسبة السيولة (Liquidity Ratio) متوسط قيمة حجم الصفقات التي أبرمت على الورقة في الأربع أسابيع الأخيرة إلى متوسط النسبة المئوية للتغير المطلق في سعرها اليومي خلال نفس الفترة، ويعني ارتفاع قيمة النسبة أن الصفقات الضخمة لا ينجم عنها تغيراً كبيراً في القيمة السوقية للورقة، أما انخفاض النسبة فيعني أن الصفقات الضخمة التي تجري على ذلك السهم من شأنها أن تحدث تأثيراً كبيراً على قيمتها السوقية.

(أسهم المنشآت التي تتسم بضخامة قيمتها السوقية، تكون قادرة على استيعاب الصفقات الكبيرة دون أن يطرأ على سعر السهم تغيراً كبيراً وهو ما تعبر عنه نسبة السيولة، حيث يوجد علاقة طردية بين القيمة السوقية لمجموع أسهم المنشأة وبين نسبة السيولة).

- كما يمكن أن تقاس السيولة عن طريق أخذ متوسط النسبة المئوية للتغير المطلق في السعر من صفقة إلى أخرى خلال فترة معينة مقسوماً على عدد الصفقات التي أبرمت خلال تلك الفترة.[3]

---

[1] أندراوس، عاطف وليم، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها "، مرجع سابق ، ص٤٨.

[2] الدسوقي، إيهاب، "اقتصادية كفاءة البورصة"، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٠، ص ٣٩-٤٠.

[3] هندي، منير إبراهيم، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال "، منشأة المعارف، الإسكندرية،١٩٩٣، ص ٥٣٠-٥٣٢.

المبحث الثالث

كفاءة وعمق سوق الأوراق المالية

أولاً: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية:

كما سلف الذكر تقوم سوق الأوراق المالية بمهمة أساسية في تخصيص وحشد الموارد نحو الاستثمارات المنتجة، وهي بهذا تمثل قناة تضمن تمويل الاستثمارات وآلية لتسويق وتسعير الأوراق المالية وتأسيساً على ذلك ولكي تقوم السوق بوظيفتها على أفضل وجه، يجب أن تتصف بالكفاءة .

ويعرف السوق الكفء بأنه : ذلك السوق الذي يتم فيه تقييم الأسهم العادية بشكل عادل في ضوء المعلومات المتاحة [1] .

أو هو السوق الذي يكون فيه أفضل توقع لقيمة السهم ممثلاً في السعر الحالي[2].

أو هو السوق الذي تعكس فيه أسعار الاستثمارات جميع المعلومات التي تصل إلى المستثمرين خلال فترة زمنية معينة، بينما يكون السوق غير كفء حينما يلاحظ المستثمرون بأن هناك فرقاً بين القيمة الحقيقية للاستثمارات وسعرها الحالي في السوق.[3]

ونميز نوعين من الكفاءة:

الكفاءة الكاملة للسوق:

تتصف السوق بالكفاءة الكاملة إذا كانت تعكس بصورة كاملة وصحيحة كافة المعلومات المتاحة والمتصلة بتحديد سعر الورقة المالية.

وفي ظل السوق الحرة التنافسية، فإن أسعار الأوراق المالية يجب أن تعكس المعلومات المتاحة، ويتم تعديل هذه الأسعار بصورة سريعة في حال ظهور معلومات جديدة، وفي ظل التغيرات المستمرة في أسعار الأوراق المالية في السوق الكفوءة استجابة لورود معلومات جديدة، من الممكن أن تختلف الأسعار التي يتوقعها المستثمرين عن الأسعار السوقية، ويسمى ذلك بخطأ التنبؤ في التقدير، ويعكس الاختلافات بين تقديرات المستثمرين للعوائد المتوقعة والعوائد الفعلية ومن ثم تتحقق أرباح أو خسائر في ضوء ذلك.

وفي ظل السوق كاملة الكفاءة تعكس القيمة السوقية للسهم قيمته الحقيقية تماماً، والتي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم. وبمعنى أخر

---

[1] Rees ,Bill : **"Financial Analysis"** ,Prentice-Hall N. Y ,1990, P235-236.

[2] Levy, Haim and Marshall, s : **"Portfolio and Investment Selections Theory and Practice**"-Hall, INC,, N. J, 1984, P 60.

[3] Beaver, William H: **"Market Efficiency"** ,The Accounting Review, January,1981, pp24-25.

تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية المتوقعة من الاستثمار في ورقة مالية معينة - مخصومة بمعدل عائد عن الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر- مساوي تماما للقيمة السوقية للورقة المالية في يوم شرائها.

بيدَ أنه في عالم يشوبه حالة عدم التأكد، ثمة صعوبة بتحديد القيمة الحقيقية للسهم، إذ تختلف أراء المشاركين في السوق تجاه قيمة السهم نتيجة لاختلاف تقديراتهم تجاه قيمة التدفقات النقدية التي يتوقع أن يغلها السهم وعلاوة الخطر المصاحبة للاستثمار في هذا السهم، وتبعا لذلك فإن الأسعار الفعلية للسهم سوف تدور حول القيمة الحقيقية له.[1]

ومن خلال المنافسة الكاملة بين المستثمرين، لن يتمكن أحد منهم من الاستفادة من الفروق السعرية في تحقيق أرباح غير عادية. ولكي تتحقق الكفاءة السعرية يتعين توافر شروط السوق الكاملة وهي:

١. تتاح المعلومات لجميع أطراف السوق وبدون تكلفة (The Market Is Information Efficient)، إذ من شأن ذلك أن يؤدي إلى تماثل المعلومات المتاحة للأفراد وتبعاً لذلك فإن توقعاتهم تكون متماثلة أيضا (Homogeneneous Expectations).
٢. يوجد عدد كبير من البائعين والمستثمرين وتتوفر لهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار.
٣. أن تتوافر للسوق المالية خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيها، وهذا الشرط هو في حقيقة الأمر نتيجة طبيعية لتوفر الشرط السابق.[٢]
٤. لا توجد أي قيود على التعامل (Market Are Frictionless) وذلك على النحو التالي:
   - لا توجد تكاليف للتعاملات (Transaction Costs) ولا توجد ضرائب.
   - يمكن للمستثمر شراء أو بيع أي كمية من الأوراق المالية.
   - عدم وجود قيود تشريعية على الدخول أو الخروج من السوق.
٥. ضرورة توفير وعي استثماري معقول لدى المستثمرين يضمن قدرتهم على الربط بين تعظيم مصالحهم وأسعار بيع الأسهم وبالتالي العوائد المترتبة عليها.
٦. ضرورة عدم تحقيق أية أرباح غير عادية.[٣]

---

[1] Mohamed .A,EL-Erian & Manmohan S., Kumar: **"Emerging Markets in Middle Eastern countries",** IMF Staff paper,vol.42,no.2,june,1993,pp429-430.

[٢] كافي،مصطفى يوسف، "بورصة الأوراق المالية"، دار مؤسسة رسلان للطباعة، سوريا ، دمشق، ٢٠٠٩، ص ٤٦.

2 Beaver,William. H :**"The Behavior Of Security Prices"** ,The Accounting Beview Supplement,1972,p407.

فإذا تحققت الشروط السابقة فإن ذلك يعني وجود السوق الكفوءة التي تعكس كافة المعلومات المتاحة حيث تستجيب الأسعار بشكل فوري لهذه المعلومات، ولا يوجد من ثم في هذا السوق أي فاصل زمني بين ورود المعلومات الجديدة وتحليلها وبين انعكاس تلك المعلومات على أسعار السوق، ويعني ذلك أيضا عدم وجود فواصل زمنية بين حصول مستثمر وأخر على المعلومات الجديدة.

بيد أنه في الواقع العملي قد تتخلف بعض شروط السوق الكاملة، إذ قد لا تتاح المعلومات بدون تكلفة فضلاً على أنها قد لا تتاح بشكل متماثل بين الأطراف العاملة في السوق الأمر الذي قد يعطي الأسبقية لبعض المستثمرين على البعض الأخر، وفي الواقع العملي تتواجد تكاليف معاملات، وعلى الجانب الأخر تتصف العديد من الأسواق العالمية بسيطرة عدد محدود من المؤسسات على السوق بشكل يمكنها من التأثير على أسعار السوق.

وفي ظل إمكانية توافر شرط اتصاف عدد كبير من المستثمرين بالرشد والوعي وسعيهم إلى تعظيم منفعتهم، قد يكون من المناسب أن نشير إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية للسوق.

الكفاءة الاقتصادية للسوق:

في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت بين وصول المعلومات الجديدة إلى السوق وممارسة تلك المعلومات لتأثيرها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل. ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبيرة إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية على المدى الطويل. [١]

ثانياً: متطلبات كفاءة السوق:

إن السوق الكفء هو الذي يحقق تخصيصاً كفأ للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية .وفي هذا الصدد **يلعب السوق الكفء دورين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر .**

- **الدور المباشر :**

يقوم على حقيقة مفادها أنه عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم منشأة ما، فإنهم يشترون عوائد مستقبلية هذا يعني أن المنشآت التي تتاح لها فرص استثمار واعدة سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلة الإصدار و انخفاض متوسط كلفة الأموال .

[١] حسين، عصام، "أسواق الأوراق المالية(البورصة)"، مرجع سابق، ص٣٢.

- **الدور غير المباشر :**

يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة بمثابة مؤشر أمان للمقرضين، مما يعني إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية، و عادة ما يكون ذلك بسعر فائدة معقول.[١]

و لكي يتحقق التخصص الكفء للموارد المتاحة ،ينبغي أن **تتوفر سمتان أساسيتان هما :**

١- كفاءة التسعير: (Price Efficiency) أو الكفاءة الخارجية:

هي سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق– دون فاصل زمني– وأن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، بذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة (Market Fair Game) فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين .[٢] ويمكن التعبير عن ذلك من خلال المعادلة التالية:[٣]

$$Q_{t-1} = M_{Qt-1}$$

M_{Qt-1}= كمية المعلومات التي يستخدمها السوق في تحديد أسعار الأسهم بتاريخ t-1.

Q_{t-1}= كمية المعلومات المتاحة بتاريخ t-1.

تشير هذه المعادلة إلى أن المعلومات التي يستخدمها المشاركون في السوق لتحديد أسعار الأسهم بتاريخ (t-1) تشمل جميع المعلومات المتاحة في ذلك الوقت أو التاريخ.

٣. كفاءة التشغيل: Operational Efficiency أو الكفاءة الداخلية:

يُقصد بكفاءة التشغيل قدرة البورصة على إيجاد التوازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية من خلال خلق جو من المنافسة بين التجار والوسطاء يؤدي إلى تخفيض تكاليف التعامل ويقلل من فرص تحقيق عوائد غير عادية بحيث تكون تكلفة معاملات بيع وشراء الأوراق المالية والفترة الزمنية اللازمة لإنجازها بحدها الأدنى.[٤]

ويوجد ثلاث متطلبات أساسية يحب على البورصة تحقيقها لكي تتصف بكفاءة التشغيل:[٥]

---

[١] هندي، منير إبراهيم،"الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص ٥٠٠.

[٢] مجيد، ضياء، "أسواق المال وأدواتها (الأسهم والسندات) "، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر ،٢٠٠٨، ص ١٠-١١.

[٣] بن غربية، سالم محمد، "المعلومات وكفاءة الأسواق المالية"، ندوة حول دور المؤسسات والأسواق المالية في إعادة هيكلة الاقتصاد الليبي، منشورات مركز بحوث العلوم الاقتصادية، بنغازي، ١٩٩٧، ص٢٩١.

[٤] المقابلة، علي حسن: برهومة، سمير فهمي، "كفاءة سوق عمان المالية- قطاع البنوك عند المستوى الضعيف"، مجلة الإدارة العامة، الرياض، المجلد ٤١،العدد ٤، كانون الثاني، ٢٠٠٢، ص ٧٥٣.

[5] Thygerson. J. Kenneth,**" Financial Markets and institutions",**Amanagerial Approach, Harper Collins College publeshers, USA, 1993,P156-157.

أ- إتاحة معلومات عن السعر: أي أن تتوفر بالبورصة تقنية اتصالات عالية يستطيع المستثمر من خلالها الحصول على الأسعار التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية في أي لحظة.

ب- استمرارية السعر: فالبورصة التي تتصف بكفاءة التشغيل يكون احتمال أن تؤثر الصفقات الكبيرة للورقة المالية على سعرها- بشكل مبالغ فيه- هو احتمال ضعيف.

ت- تكاليف التعاملات (الصفقات): تشمل تكاليف التعاملات عناصر عدة أهمها عمولة الوساطة، الرسوم، الضرائب المستحقة للبورصة وغيرها من التكاليف، فالبورصة التي تتصف بكفاءة التشغيل هي التي تتضاءل فيها تكلفة التعاملات إلى أقصى حد مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك التعاملات أي أن تأثير التعاملات على السعر هو تأثير ضعيف.

ثالثاً: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق: [1]

من سمات السوق الكفء أن تعكس الأسعار وبسرعة المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة ولكن هذه المعلومات تختلف باختلاف صيغ الكفاءة الثلاثة والمتمثلة بمايلي:

- **فرضية الصيغة الضعيفة:** وهذا يعني أن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي. هذا وتعرف هذه الصيغة بنظرية الحركة العشوائية للأسعار، وبما أنه كان من المستحيل التنبؤ بسعر السهم اعتماداً على المعلومات المتاحة عن الأسعار وحجم الصفقات في الماضي، فإن التغيرات التي تطرأ على سعر السهم في المستقبل لا بد أن تكون مستقلة تمام الاستقلال عن التغيرات التي طرأت على سعره في الماضي، وبعبارة أخرى التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي ترابط وهذا ما يمكن أن يعبر عنه بالحركة العشوائية للأسعار.
- **فرضية الصيغة متوسطة القوة:** تقضي صيغة فرض السوق متوسطة القوة بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في تلك الأسعار، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور سواء تمثلت تلك المعلومات بما ينشر عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة والمنشأة، بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور، وفي ظل هذه الفرضية يتوقع أن تستجيب أسعار

[1] Reilly.f ,Brown.K **: "Investment Analysis Portfolio Management**",2007,p175-179.

الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات وفي ظل هذه الاستجابة لا يتوقع أن يحقق المستثمر أرباحاً غير عادية على حساب غيره.

❖ **فرضية الصيغة القوية:** وهي صيغة للفرضية تتبنى سعراً جارياً للأصل المالي تعكس المعلومات المتاحة للعامة والخاصة التي تُستخدم في تحديد قيمة الأصول في البورصة. لذلك فإن المعلومات المتوفرة في ظل هذه الصيغة لفرضية السّوق الكفء تشمل معلومات المحظيون (Insiders) (المدراء التنفيذيون، بعض الصحفيون، حاملو الأسهم الرئيسيون....)، ويثير وجود المحظيون كثير من التساؤلات حول شرعية وعدم شرعية تعاملات هؤلاء في البورصة وبالتالي فالسعر عندما يعكس جميع المعلومات فسوف لا يكون بالإمكان تحقيق انحراف عن القيمة الحقيقية.[١]

رابعاً: مقومات السوق الكفء:[٢]

١- السيولة : تعتبر أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين - و تعني المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة و بدون خسارة. أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيراً عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغير السعر، والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة فإذا قلت سيولة الأصل انخفضت قابليته للتسويق و صار من المطلوب إعطاء خصوصيات أو عمولات أكبر لبيعه .

٢- استمرارية السعر: تعتبر أحد المكونات الرئيسية للسيولة و تعني أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيراً من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار و السوق المستمرة التي لا تتغير فيها الأسعار بحدة من صفقة لأخرى هي سوق تتميز بالسيولة .

٣- عمق السوق: تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية السعر وجود عمق في السوق، و السوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين (أوامر البيع) و المشترين (أوامر الشراء) المستعدين دائماً للتداول بأسعار أعلى و أدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية. فإذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض و الطلب دخل هؤلاء البائعون و المشترون المحتملون إلى السوق فور التداول، الأمر الذي يؤدي إلى إزالة أي تغير كبير في أسعار الأوراق المالية (السوق لا تحتاج إلى تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية لجذب المتعاملين – مستثمرين و مضاربين).

---

[١] الداغر، محمود محمد، " الأسواق المالية (مؤسسات- أوراق – بورصات)"، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ٢٠٠٥، ص٢٨٤- ٢٨٥.

[٢] الميداني، محمد أيمن عزت،جمعية العلوم الاقتصادية ندوة حول "تطوير أسواق رأس المال في سورية "،١٩ شباط ٢٠٠٢،.

تدعى الأسواق المالية التي تفتقد إلى خاصية العمق بالأسواق الضحلة لأنها تتميز بوجود عدد ضئيل من أوامر الشراء و البيع و لأن فارق الأسعار بين هذه الأوامر يكون واسعاً و ينعكس ذلك على نشاط التداول في السوق، فالأسواق الضحلة لا تتحرك إلا إذا حدثت تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية، أما في الأسواق العميقة فإن أسعار الأوراق المالية لا تختلف إلا قليلاً من صفقة إلى أخرى، ينتج عن ذلك أن المتعاملين بالأوراق المالية و صانعي الأسواق يكونون أقل عرضة للخسارة في الأسواق العميقة .

٤- **شمولية السوق** : تتميز الأسواق المالية بالشمولية إذا نتج عن عوامل العرض و الطلب حجم تداول كبير، أما إذا كان عدد المتعاملين من البائعين و المشترين في السوق قليلاً و كان حجم التداول الناتج صغيراً فإن السوق تكون ضيقة .

٥- **حيوية السوق** : عندما يختل التوازن بين العرض و الطلب في السوق يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن و عندما تنهمر الأوامر على السوق إثر تغير طفيف في الأسعار فإن ذلك يدل على حيوية السوق، و في الأسواق المالية التي تتمتع بالحيوية يكون الفرق بين أسعار العرض و الطلب صغيراً و يتم إنجاز أي صفقة بيع و شراء بسرعة كما يكون حجم التداول كبيراً

٦- **دقة وصول المعلومات وسرعتها:** يتوقع المتعاملون من السوق أن يزودهم في الوقت المناسب بالمعلومات الدقيقة (Timely and Accurate Information) عن كافة الصفقات التي أبرمت من حيث الحجم والسعر، كما يتوقعون أن يزودهم كذلك بالظروف الحالية للسوق ممثلة بالسعر الذي تباع وتشترى به كل ورقة، والذي يعكس في حقيقة الأمر مستوى الطلب والعرض لكل منها.[1]

٧- **انخفاض تكاليف التداول** : لا يمكن للأسواق ذات الكفاءة الخارجية أن تخصص رأس المال السائل بكفاءة إلا إذا كان من الممكن تداول الأوراق المالية بسرعة و بتكلفة معقولة، و هذا يعني أن عمولات الوساطة يجب أن تكون متدنية (رخيصة)، وأن تكون الأوراق المالية قابلة للتسويق فوراً فإذا توفرت هذه الشروط يمكن القول إن الأسواق المالية تتمتع بالكفاءة الداخلية (التشغيلية).

والجدير بالذكر أنه في بورصة نيويورك تحسنت كفاءة التعامل (التشغيل) في عام ١٩٧٥ عندما أصدرت هيئة الأوراق المالية و الأسواق المالية قانوناً يقضي بالسماح بتداول الأوراق المالية المدرجة فيها في بورصات أخرى و ألغت العمل بنظام عمولات الوساطة الثابتة فقد انخفضت عمولات الوساطة بحوالي ٢٥% و ازداد عمق و شمولية و حيوية السوق بظهور المنافسة من

---

[1] Reilly.f : "**Investment Analysis Portfolio Management**"(2th ed),111:theDryden press,1985 ,pp 62-63.

صناع السوق في بورصات أخرى ينافسون المتخصصين العاملين في بورصة نيويورك. كذلك فإن وجود وسطاء الخصم و التداول على الانترنت بعمولات منخفضة جداً في أواخر التسعينات قد ساهما بشكل جوهري في زيادة الكفاءة التشغيلية لأسواق رأس المال .

بناءً على الخصائص السابقة يمكننا النظر إلى الأسواق المالية ذات الكفاءة كلعبة عادلة للمتعاملين بمعنى أنه لا يمكن لأي متعامل أن يحقق بشكل مستمر عوائد استثمارية أعلى من تلك التي يحققها باقي المتعاملين، وبما أن كافة المتعاملين يحصلون على نفس المعلومات فإنهم يشتركون في لعبة عادلة و النتيجة المنطقية لهذه الكفاءة هي أن سعر الورقة المالية في السوق يساوي قيمتها الحقيقية.

٨- كفاءة المعلومات (التسعير): تعني توفر المعلومات الجديدة عن الأوراق المالية ووصولها إلى المتعاملين في السّوق بسرعة دون وجود فاصل زمني كبير، كما أن تكلفة الحصول على هذه المعلومات تكون عند حدها الأدنى بما يمكن جميع المتعاملين من الحصول، وهذا يعني أن أي تغير في المعلومات حول العرض و الطلب سيؤدي إلى تغير مقابل في أسعار الأوراق المالية، إن التبدل السريع في الأسعار على ضوء أي معلومة جديدة والطلب يعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية هذه الخاصية تدعى الكفاءة الخارجية أو كفاءة المعلومات.[١]

٩- عدالة السوق: يقصد بعدالة السوق (fair Market) أن يتيح السوق لجميع المتعاملين فرصة متساوية للتعامل، وذلك سواء من حيث الوقت أو من حيث إتاحة المعلومات وهنا يجب أن تعمل لجنة الأوراق المالية والبورصة جاهدةً للتأكد على أن المعلومات المتاحة تصل بسرعة لكافة المتعاملين، كما أنها تعطي فرصة متساوية لكل من يرغب في التعامل بورقة مالية ما. فمثلا عندما يحدث خلل في التوازن بين العرض والطلب على ورقة مالية نتيجة ورود أمر ينطوي على طلبية كبيرة للبيع أو الشراء، فإن إدارة البورصة عادة ما توقف التعامل (Trading Halt) على تلك الورقة لمدة ساعة أو أكثر قليلاً، تجنباً لحدوث تغيرات كبيرة على السعر الذي تباع به، هذا التوقف بمثابة إعلان للجميع دون استثناء بأن هناك خللاً في التوازن بين العرض والطلب، لو كان العرض أكبر من الطلب فإن التوقف يعني دعوة لكافة المتعاملين الراغبين في الشراء، أما إذا كان الطلب أكبر من العرض فإن الدعوة تكون للراغبين في البيع.

والدعوة تحقق هدفين سواء كانت للبائعين أو للمشترين هما:

أ- الهدف الأول الحد من تدهور سعر الورقة المالية في حال زيادة العرض عن الطلب، أو الحد من ارتفاع كبير فيه في حالة زيادة الطلب على العرض.

---

[١] الدسوقي، إيهاب، "اقتصاديات كفاءة السّوق"، مرجع سابق، ص٨.

ب- الهدف الثاني هو إعطاء جميع المتعاملين فرصة متساوية للاستفادة من الانخفاض المحتمل أو الارتفاع المحتمل في سعر الورقة المالية والناتج عن عدم توازن بين الطلب والعرض[١].

خامساً: الآليات المقترحة لتعزيز كفاءة السوق: [٢]

١- إنشاء مركز للمعلومات و البحوث في السوق: يقوم هذا المركز بتجميع البيانات والمعلومات الإحصائية والتاريخية المختلفة و المتعلقة بالشركات المساهمة وجلسات التداول و القيام بدراسة متخصصة لخدمة الوسطاء و المستثمرين الواعين، ومن أولى مهام هذا المركز بناء مؤشر عام للسوق يأخذ بعين الاعتبار النطاقات المختلفة والأمور التي تجب مراعاتها عند بناء المؤشر.

٢- وضع حدود لتغيرات الأسعار: إن وضع حدود دنيا وعليا لتغيرات أسعار الأسهم والسندات في سوق الأوراق المالية يضمن استقرار الأسعار، فإذا ما افترضنا أنه في جلسة ما قد حدث خلل في التوازن بين طلبات البيع والشراء بسبب تداول معلومات جديدة أو إشاعات فإن الأسعار ستتحرك في نطاق محدد و ربما ستعود للتوازن في الجلسة التالية إذا ما أخذت المناقشات و التحليلات وقت بين الجلستين و توضع هذه الحدود من قبل إدارة السوق بشكل نسبة معينة فمثلا يسمح لسعر أي سهم بالتغير ارتفاعاً أو انخفاضاً بنسبة ١٠%من سعر الإقفال في الجلسة الأخيرة وبذلك يكون السوق بعيدا عن الهزات العنيفة في الأسعار التي تؤدي إلى أزمات مالية بسبب إشاعات أو معلومات غير صحيحة.

٣- تحديد نسبة مقبولة من حجم المعاملات كرسوم وساطة: تتراوح هذه النسبة في الأسواق المالية عادة بين ٦بالألف إلى ١٠بالألف من قيمة المعاملات بيعاً أو شراءً وهذه النسبة قد تكون ثابتة و تسري على جميع الوسطاء المعتمدين لدى السوق و أهمية تحديد هذه النسبة بمكان بحيث لا تكون منخفضة للحد الذي يدفع الوسيط إلى إثارة الشائعات أو التحايل، و بث المعلومات المغلطة من أجل زيادة عمليات البيع والشراء ولا مرتفعة للحد الذي يشكل كلفة مرتفعة على المستثمرين مما يبعدهم عن زيادة البيع أو الشراء.

٤- ضرورة العمل على تسريع إنجاز المعاملات: إن سرعة إنجاز معاملات نقل ملكية الأسهم من البائع إلى المشتري خلال الفترة ما بين الجلستين أهمية بالغة فكلما كانت العملية سريعة قلت مخاطر المستثمرين و بالتالي زاد إقبالهم على السوق بيعاً وشراءً، لأن المستثمر يستطيع أن يتصرف بملكيته الجديدة في الوقت الذي يقرره هو حتى لو كان في الجلسة الثانية، فلو اشترى

---

[1]Bernstein,p.A Simple story:"**Financial Analysis Journal**",43,Nov,Dec,1987,p11-12.

[٢] ناصر، مثنى عبد الإله، "ندوة حول دور الأسواق في التنمية تجارب ورؤى مستقبلية اقتصادية"، مرجع سابق، ص٥-٦.

مستثمر ما حزمة من سهم شركة معينة ثم ارتفع سعرها في الجلسة الثانية وأراد بيعها قد يعيقه عدم اكتمال معاملة نقل الملكية وبذلك تضيع عليه فرصة الاستفادة من السعر .

٥- العمل على حماية المستثمرين : يجب توفير الحماية والأمان لكافة الأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة ضمن هذا الإطار يقترح إنشاء صندوق ضمان التسويات و صندوق أمانات المستثمرين و اعتماد نظام التسويات المصرفية.

٦- الاهتمام بالتعاون الدولي : يتيح التعاون بين سوق الأوراق المالية المحلية والأسواق الدولية والاستفادة من التجارب السابقة لتلك الأسواق من خلال تسهيل تبادل المعلومات و تقديم الخبرات و تبادلها و عقد البرامج التدريبية.

٧- تطوير الموارد البشرية : من الضروري أن يكتسب العاملين في سوق الأوراق المالية كل العلوم والمهارات الضرورية لتمكينهم من المساهمة الفاعلة في العمل وأن يتم ذلك بإقامة برامج دورية للتدريب والتطوير في عدة مجالات منها التخطيط الإستراتيجي و عمليات الأسواق المالية بالإضافة إلى برنامج توعية المستثمرين IOSCO.[١]

سادساً: العوامل التي تساهم في زيادة عمق السوق المالي:[٢]

١. ترك تحديد قيمة عمولة السمسرة للتفاوض بين العميل والسمسار باعتبار أن ذلك يؤدي إلى تخفيض قيمة العمولة، ومن شأن ذلك أن يؤدي –مع بقاء العوامل الأخرى على حالها- إلى تخفيض تكلفة المعاملات بشكل يسهم في توسيع وتعميق السوق

٢. استخدام أدوات مستحدثة في مجال التداول في الأسواق، بشكل يسهم في تخفيض تكلفة المعاملات الأمر الذي انعكس بإيجاب على كفاءة وسيولة السوق ويزيد من عمق ذلك السوق.

٣. السعي نحو توحيد كافة أسواق الأوراق المالية – المنظمة وغير المنظمة- في سوق قومي واحد وذلك من خلال ربط كافة الأسواق بشبكة اتصالات الكترونية متطورة من شأنها أن تزيد من حجم المعلومات المتاحة وضمان سرعة وصولها إلى الأطراف المتعاملة، وبالتالي يزداد عدد المتعامليين في السوق ويزداد عمقه، وتقوم السوق الموحدة على أربعة ركائز هي :

- مركزية التقارير عن كافة الصفقات التي تبرم في جميع الأسواق المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة.
- مركزية المعلومات عن الأسعار التي تمت بها الصفقات.

2- Bernard Colasse: "**Harmonisation computable International**" 2000 , P33.

[٢] أندراوس، عاطف وليم، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها "، مرجع سابق ، ص٤٨.

- تسجيل الأوامر المحددة لكافة صناع السوق في البورصات في دفتر واحد يحفظ في حاسب مركزي.
- تحقيق منافسة حرة مفتوحة بين كافة صناع السوق بحيث لا يقتصر التعامل في الأوراق المالية على عدد محدود من المتخصصين، حيث سمح للأفراد والمؤسسات طالما توفر لديهم حد أدنى من رأس المال واستوفوا الشروط والمتطلبات التي تقررها القوانين والقرارات المنتظمة أن يمارسوا مهنة صناع السوق لأي ورقة مالية، ويسهم هذا الإجراء في سرعة توصيل المعلومات بما يسهم في تحقيق كفاءة السوق، كما يؤدي إلى تخفيض هامش الربح الذي يطلبه صناع السوق الأمر الذي ينعكس بالإيجاب على سيولة السوق.

٤. انخفاض كلفة المعاملات: كلما كانت الكلفة منخفضة كان السوق أكثر كفاءة، وبتالي يتمتع بالعمق وتقاس على أساس نسبتها إلى قيمة المعاملة وتسمى الكفاءة الداخلية.

٥. زيادة الحدود السعرية للتداول في السوق المالية: إن توسيع الحدود السعرية ضمن حدود معينة من شأنه أن ينشط السوق المالي من خلال تنشيط حركة التداول، حيث أن زيادة الحدود السعرية سيدفع مزيد من الكتل النقدية إلى السوق الأمر الذي سيزيد من حجم التداول، كما يشجع العديد من الشركات المساهمة غير المدرجة على إدراج أسهمها لاستفادة من الحدود السعرية الأعلى. ورفد السوق بكتلة نقدية أكبر سوف يزيد من مستوى عمق السوق، ومن ثم عدداً قليلاً من الصفقات لن يؤثر على اتجاه السوق على أن لا تكون هذه الكتل مجمعة بأيدي قليلة، الأمر الذي سيفقد السوق عمقه حتى مع زيادة عدد الصفقات ومن ثم حركة التداول، كما أن زيادة الحدود السعرية ستجعل السوق أكثر حساسية للمعلومة، وأشد استجابة لها مع اتساع هذه الحدود في سعر السهم بجلسة التداول الواحدة، و الانخراط في النظام الاقتصادي العالمي.[١]

٦. المنافسة: إن المنافسة بين صناع السوق المالي تعتبر من العوامل التي تسهم في زيادة عمق هذا السوق كما توصف بأنها القوة المحركة لكفاءة السوق المالي، والسوق التي تتسم بالكفاءة من سماتها العمق والاتساع للمنافسة دور في زيادة العمق لتلك السوق المالية.[٢]

٧. تحويل الشركات الأهلية إلى مساهمة: إن الشركات المساهمة ذات ميزة تشاركية تتيح للمواطنين توظيف رؤوس أموالهم الصغيرة وتجميعها ضمن رأس مال الشركة الكبير الذي يمكنها من القيام بمشاريع تنموية هامة، ومن مزايا الشركات المساهمة تعتمد على إدارة منتخبة تتمثل

---

[١] حبش، محمد وائل، "دراسة تحليلية في الأثار المحتملة لزيادة الحدود السعرية للتداول في السوق المالية، مجلة الاقتصادية، العدد٤٠٩ .

[٢] الحنفي، عبد الغفار، "أسهم –سندات- وثائق الاستثمار-الخيارات" ، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية،٢٠٠٠، ص ٢٩.

بمجلس الإدارة وبالتالي فهي تمثل الديمقراطية الاقتصادية المقابلة للديمقراطية السياسية.[1] كما تمنح قوانين وقوانين الشركات عادة الشركات المساهمة حق إصدار سندات دين بأشكال مختلفة تعرضها على الاكتتاب العام بشرط تحديد وثائق إصدارها، وبهذه الميزة تكون الشركات المساهمة قادرة على تجميع المدخرات من فئات متعددة من الأفراد والمنشآت فتشبع بذلك رغبات مختلف فئات المدخرين والمستثمرين المحافظين منهم والمغامرين والمعتدلين، وهي بذلك أقدر من غيرها على تجميع المدخرات بأقنية مشروعة من أكبر عدد من المدخرين الكبار والصغار على حد سواء، وعلى توجيه هذه المدخرات نحو الاستثمار المباشر المدروس وهذا ما يجعل هذه الشركات تشكل عاملا فعالا في تحريك عجلة الاستثمار، بإضافة لذلك لها دور في جذب الاستثمارات الأجنبية الخاصة وما تحمله هذه الاستثمارات من خبرات إدارية ومعرفية، ومن خلال قيام هذه الشركات بزيادة عرض الأوراق المالية والتنوع في ذلك العرض بهدف خلق الطلب عليها، تكون بذلك عاملا من العوامل التي ساهمت في زيادة عمق واتساع السوق المالي.

٨. اتفاقيات المبادلة: تبرم هذه الاتفاقيات مع الأشخاص الأجانب غير المقيمين سواء كانوا مؤسسات مالية أم أفراد وذلك لتحقيق هدفين أساسيين:

أ- زيادة عمق السوق المالي والرفع من كفاءتها.

ب- تعزيز مؤشر انفتاح السوق المالي أمام الاستثمارات الأجنبية المباشرة من خلال تشجيع المستثمرين الأجانب على دخول السوق المحلية.[2]

هذا وتوفر اتفاقيات المبادلة فرصة غير مباشرة للمستثمرين الأجانب بالاستثمار في السوق عن طريق الشركات المرخص لها (شركات الوساطة) من هيئة السوق المالية، إذ تقوم هذه الشركات بشراء أسهم في السوق المالي نيابة عن المستثمر الأجنبي مع احتفاظ الشركة بملكية ذلك السهم فلا تنقل ملكيته إلى ذلك المستثمر بل يحصل فقط على المنفعة الاقتصادية.[3]

٩. انتشار التجارة الالكترونية (الانترنت): أسهم الانترنت في إحداث تغير جذري في أسواق الأوراق المالية وقد تمثل هذا التأثير في إعادة ترتيب مراحل العمل وإحداث تغيرات هائلة في العديد من الوظائف هذا وقد قدم الانترنت عدداً من الفوائد:

أ- يسهم الانترنت في تقديم معلومات عن الاستثمارات المختلفة بشكل مجاني.

[1] بو حسون، ياسر، "واقع وآفاق الشركات المساهمة في سورية"، مجلة بحوث جامعة حلب، سلسلة العلوم الاقتصادية، العدد (٧)، ٢٠٠١، ص٤.

[2] التقرير السنوي لهيئة السوق المالية السعودية، ٢٠١١،ص ٤٥.

[3] الشماع، همام، "الاقتصادية الخليجية"، ٢٣-٧-٢٠١١.

ب- زيادة الفرص المتاحة للمستثمرين من خلال دخول أسواق عديدة كان سابقا مكلفاً جداً الوصول إليها.

ت- زيادة أحجام التداول من خلال دخول مستثمرين جدد.

ث- تخفيض العديد من التكاليف الإدارية وكذلك تخفيض تكاليف الحصول على المعلومات من خلال نشر المعرفة.[1]

كما أن انتشار التجارة الالكترونية يسهم في زيادة عمق السوق المالي المتطور من خلال المزايا التي يتمتع بها وتتمثل بمايلي:

أ- الشفافية: أسهمت التجارة الالكترونية في زيادة مستوى الشفافية في المراحل العملية التجارية جميعها من خلال توفير المعلومات التي يحتاج إليها المشاركون قبل العملية التجارية أو بعدها، من حيث حجم التداول وأسعار التداول وأسعار الإغلاق.[2]

ب- الكفاءة: تعد النظم التجارية الحديثة أكثر كفاءة تشغيلية مقارنة مع النظم التقليدية وهذا يصب في مصلحة كل من مزود الخدمة ومستهلكيها ويؤدي إلى جذب العديد من المشاركين، وهذا بدوره يسهم في زيادة عمق السوق المالي.[3]

ت- السيولة: أثر انتشار الانترنت في مستوى السيولة بشكل إيجابي نظراً لعدد من الأسباب تتركز بشكل أساسي في زيادة حجم المشاركين في الخدمة المالية من خلال التغلب على مشكلة بعد المسافة وارتفاع كلفة الاستثمار فيها، كما مكنت التجارة الالكترونية الأسواق المالية من تنفيذ العديد من الأوامر سواء الشراء أم البيع في آن واحد، هذا وقد أتاح الانترنت للمشتركين كتابة العديد من الأوامر التي لم تتطابق في الوقت الحالي مع المعروض والمطلوب لتنفذ في المستقبل والنتيجة زيادة مستوى السيولة التي تحققها يؤدي إلى زيادة عمق السوق المالي.

١٠. المعلومات المحاسبية: لكي تتمكن الأسواق المالية من القيام بدورها يجب أن تكون على درجة عالية من الكفاءة والفعالية، وواحدة من أهم الأركان التي ترتكز على كفاءة السوق المالي هو وجود نظام فعال للمعلومات بحيث يضمن تدفق هذه المعلومات في الأوقات كلها وبأقل

[1] Loong,L.: "**Capital market in new economy**", Bis Reviw 69,2000,pp2-3
[2] Allen.H: "**Electronic trading in wholesale financial market" ,** its wider impact and policy issues"bank of Ebgland Quarterly Bulle th,spring,2002,p52
[3] Gaac:**" Electronic trading in Government Dept",**financial Market Trends March,2000,No75,p111

تكلفة ممكنة.[1] والمعلومات المحاسبية تؤدي دوراً مهماً في تنشيط السوق المالي وتحقيق كفاءته وذلك من خلال توفير المعلومات المتعلقة بحقيقة ما تعرضه القوائم والتقارير المالية.[2]

سابعاً: قياس عمق السوق المالي:[3]

يُقاس عبر المؤشرات التالية:

أ- معدل رأس المال السوقي = قيمة الأسهم المسجلة / الناتج المحلي الإجمالي، وهي نسبة منخفضة جداً في سورية لذلك يُفضل الاعتماد على المؤشر الثاني المتعلق بحجم التداول.

ب- يقاس معدل نجاح السوق من خلال احتساب نسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي، والتي تعطي مدى المساهمة في النشاط الاقتصادي.

ت- عدد الشركات المدرجة.

وهكذا بعد أن تعرفنا في الفصل الأول على ماهية وأنواع أسواق الأوراق المالية ومفهوم السوق المالي الكفء وعلاقة كفاءة ذلك السّوق بالسيولة والآليات التي تزيد عمق هذا السّوق، لابدَّ من التعرف على مفهوم الأوراق المالية الحكومية وآليات إصدار وتداول هذه الأوراق كونها تُعدّ أحدى أدوات السّوق المالي.

---

[1] العراقي، عراقي، "تطوير التقارير المحاسبية المنشورة لتنشيط السوق الأولية للأوراق"، مؤتمر آفاق الاستثمار في الوطن العربي،البنك الأهلي المصري واتحاد المصارف العربية، القاهرة،١٩٩٢،ص١.

[2] نداء، محمد صبري إبراهيم، "أثر القوائم المالية المنشورة على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية في مصر"، كلية التجارة، جامعة عين شمس،١٩٩٧،ص٢.

[3] الدسوقي، إيهاب، "اقتصادية كفاءة البورصة" ، مرجع سابق، ص٣٩-٤٠.

الفصل الثاني: الأوراق المالية الحكومية

المبحث الأول: نشأة وماهية الأوراق المالية الحكومية

مقدمة:

أولاً: نشأة الأوراق المالية الحكومية.

ثانياً: أنواع الأوراق المالية الحكومية.

ثالثاً: منحنى عائد سندات الخزينة.

رابعاً: عيوب السندات الحكومية.

خامساً: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية قصيرة الأجل.

سادساً: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية متوسطة وطويلة الأجل .

سابعاً: استراتيجيات وطرق إدارة مخاطر الأوراق المالية الحكومية.

ثامناً: أهمية سوق الأوراق المالية الحكومية.

المبحث الثاني: آلية إصدار الأوراق المالية الحكومية

مقدمة:

أولاً: شروط إصدار السندات الحكومية .

ثانياً: طرق إصدار السندات الحكومية.

ثالثاً: المشاركون في المزاد (Participation).

رابعاً: نظام الوسطاء الأوليين (Primary dealer system).

خامساً: تقييم أذون وسندات الخزينة .

سادساً: شروط وجود سندات قوية.

المبحث الثالث: إجراءات تداول وتسوية الأوراق المالية الحكومية

المقدمة:

أولاً : أنظمة التداول.

ثانياً : أدوات وتقنيات التداول.

ثالثاً: نظام المقاصة والتسوية (Clearing and settlement system).

رابعاً: الإصدارات المرجعية (benchmark).

خامساً: طرق تسديد السندات الحكومية.

سادساً: تغطية استهلاك السندات الحكومية.

المبحث الأول

نشأة وماهية الأوراق المالية الحكومية

مقدمة:

قد تحتاج بعض الحكومات أثناء تنفيذها للموازنة العامة إلى بعض الأموال، و التي لا تتوفر في خزينة الدولة في وقت الحاجة إليها، كما أنها قد تعاني من عجوزات في الموازنة مما يدفعها إلى الاقتراض من عامة الشعب أو من المصارف. تعد هذه الطريقة بالتمويل أفضل بكثير من التمويل بالإصدار النقدي التي يترتب عليها ارتفاع في كمية النقود المعروضة دون زيادة مماثلة في الناتج المحلي الإجمالي، حيث تقوم هذه الطريقة بتحويل الفوائـض النقدية الموجودة لدى مختلف الوحدات الاقتصادية إلى أصول تستخدم في المشاريع الاقتصادية.

هناك نوعان من القروض التي تعلن عنها الحكومة وهي:

- قروض الفائدة فقط interest only loans.
- القروض المخصومة الصافية pure discount loans.

حيث يطلق اسم أذونات الخزينة على القروض المخصومة الصافية و التي تتميز بقصر أجلها (لا تتجاوز السنة).

ويطلق اسم السندات الحكومية (الخزينة) على قروض الفائدة فقط و التي تتميز بطول أجلها (من سنة و حتى ثلاثين سنة)، حيث أنها تحمل كوبونات الفائدة، إضافة إلى ذلك يوجد سندات صفرية وسندات أبدية.

بما أن أذونات وسندات الخزينة تصدر من قبل الحكومة وهي مدعومة منها، فتضعف لديها مخاطر عدم السداد (Default Risk Free).[1]

أولاً: نشأة الأوراق المالية الحكومية:

إن بداية القرض الحكومي (Government Debt) تعود إلى القرن الثاني عشر، وذلك عندما قامت حكومة فينيسيا بإصدار قرض بفائدة، مضمون بالعائد المتحصل من احتكار الحكومة للملح، وبعد قرون تطور هذا الإجراء إلى نظام بدأت فيه عائدات ضرائب الملح المستقبلية تباع في مزادات، وعند بداية القرن السادس عشر، قامت جمهورية هولندا (Dutch)

---

[1] Saunders, Anthony & Cornett, Marcia Millon: **"Financial Markets and Institutions"**, McGraw-Hill/Irwin.2007.P156.

- من أجل تمويل حرب الاستقلال الطويل ضد إسبانيا - بإصدار قروض مضمونة بعائدات الضرائب المحددة، أو بضمان عام من قبل الولاية، حيث حملت هذه القروض كوبوناً سنوياً ثابتاً، يدفع في فترة غير محددة في المستقبل، ولا يعاد فيه دفع قيمة أصل القرض، وهو ما يعرف بالسند الدائم أو الأبدي، وكان سعر الفائدة الأولي حوالي 8%، وبما أنه أصبح يوفر تدفقا غير محدد من مدفوعات الفائدة، أصبح هذا القرض مشهوراً من قبل العائلات الغنية، حيث كانت تحتفظ به من أجل توريثه للأجيال القادمة. و نجاح هذا القرض أدى إلى انتشاره في الدول الأخرى، وفي منتصف القرن الثامن عشر، حولت بريطانيا القسم الأكبر من القرض القائم لديها إلى إصدار خاص من سندات الدين جعلها قابلة للتداول، وموفرة بذلك معايير جعلت البريطانيين يستبدلون قروض عام ١٧٢٦ و ١٧٥١ بهذه الإصدارات [١].

وفي الولايات المتحدة الأمريكية، قام الكونغرس الأمريكي بإصدار أول قرض حكومي في عام 1776 من أجل تمويل الحرب الثورية [٢] .

أما أذونات الخزينة (treasury bills) فقد صدرت لأول مرة في بريطانيا عام 1877 م بالعملة المحلية (الجنية الإسترليني)، حيث استخدمت كإحدى أدوات الاقتراض الحكومي (الخزانة العامة) القصير الأجل، وكانت تشكل وعداً (التزاماً / كمبيالة) بدفع مبلغ معين مكتوب على الورقة بعد ثلاثة أشهر (٩١) من تاريخ إصدارها . وتطرح هذه الأدوات في سوق الأوراق المالية للاكتتاب .

كما توجد أذونات لا تعرض للاكتتاب العام في سوق الأوراق المالية، ولا يطلب تقديم العروض لشرائها، بل تباع مباشرة لبعض المؤسسات المالية المفضلة من الجهة التي أصدرت السندات وبسعر محدد. ويطلق على مثل هذه الإصدارات اسم (tap issue) وكانت هذه السندات (الأذونات) تطرح في سوق الأوراق المالية المحلية، ولا يتعدى نطاق تداولها حدود الدولة الواحدة، وبالعملة المحلية فقط [٣] .

أما في اليابان فقد بدأت الحكومة اليابانية منذ عام 1886 بإصدار سندات قصيرة الأجل، بينما لم تقم بإصدار سندات طويلة الأجل إلا بعد العام 1966، وجميع هذه السندات كان قد امتصها السّوق. وكان يتم إصدارها عبر عقود للاكتتاب طرفاها البنك المركزي الياباني بصفته وكيلاً

[1] Naill Ferguson:**"The Cash Nexus**", New York, Basic Books,2001, Page361.
[2] Dominique Dupont & Brian Sack :**"The Treasury Securities Market"**, Federal Reserve Bulletin , December 1999, Page785.
[٣] عجام ،ميثم، "التمويل الدولي" ، زهران للنشر ، عمان ،٢٠٠٦ ،ص ١٥٧-١٥٨.

للحكومة فيما يتعلق بالدين العام، من جهة، وهيئة للاكتتاب الممثلة لمجموعة من المصارف (syndicat) من جهة ثانية [١].

ويعتبر الاقتصادي الأمريكي Bagehot أول من اقترح فكرة تمويل خزينة الدولة في الولايات المتحدة في عام 1887 بواسطة أذونات الخزينة، ومنذ ذلك التاريخ اعتبرت أذونات الخزينة من الأدوات الهامة في سوق النقد [٢].

ثانياً: أنواع الأوراق المالية الحكومية:

١ . أذونات الخزينة Treasury Bills:

هي عبارة عن أوراق مالية حكومية قصيرة الأجل يتم إصدارها في السوق الأولية، قد تكون فترة استحقاقها ٣أشهر أو ٦ أشهر أو ٩أشهر، وهي تصدر عن الحكومة المركزية لتمويل النفقات الحكومية ريثما تحصل على الإيرادات الناجمة عن الضرائب، وتبيعها للجمهور بقيمة أقل من قيمتها الاسمية (Discounted Bills)، وعند انتهاء أجلها يحصل حامل الإذن على القيمة الاسمية كلها، ويكون الفرق بين سعر الشراء والقيمة الاسمية للإذن بمثابة عائداً على الاستثمار في هذا الإذن [٣].

إن الفائدة المدفوعة على هذه الأدوات هي معدل الخصم (Discount rate) على سعر البيع، إن أسلوب الخصم هذا يُعدّ تحفيزاً للأفراد على الادخار حيث يمكن لهم الإفادة من بعض الفوائض المالية المتاحة وعدم تعطلها: [٤]

١) تتسم أذونات الخزينة بفترتها القصيرة وبضمانها الرسمي من قبل جهة حكومية مركزية، وبتالي تكون هذه الأداة من أكثر أدوات الأسواق النقدية أماناً.

٢) إن كثرة عدد المستثمرين والبائعين لأذونات الخزينة المركزية تجعل أسواق هذه الأذونات عميقة (Deep markets) وهذا ما يزيد التنافس السوقي الذي يمكن أن يضمن في النهاية لكافة الأطراف السعر العادل (Fair price).

٣) تتميز أذونات الخزينة في الأسواق المالية بسرعة تداولها وانخفاض تكاليف هذا التداول وهذا ما يحقق للأداة المعنية سيولة عالية نسبياً.

---

[١] ملاك، وسام ،"البورصات والأسواق المالية العالمية"،، دار المنهل اللبناني بيروت، الطبعة الأولى،٢٠٠٣، ص ٨١.

[٢] خريوش،حسن علي ، د. أرشيد ،عبد المعطي رضا، "الأسواق المالية "،عمان ، دار زهران ١٩٩٨، ص ٤٨-٤٩.

[3] Peter S. Rose : **Money and Capital Markets** " The Financial System in the Economy " Plano Texas, BUSINESS PUPLICATIONS.1983 . PAGES 260-261

[٤] عبد الجواد، محمد عوض: الشديغات، علي إبراهيم ،" الاستثمار في البورصة"، دار الحامد ،عمان، الطبعة الأولى ٢٠٠٦، ص ٧١-٧٣.

٤) إن إصدار أذونات الخزينة لحاملها قد جعلها مرنة في التعامل السوقي.

وهناك نوعين رئيسيين من أذونات الخزينة وهما:

أ- سلاسل منتظمة من الأذونات " Regular Series Bills ":

تصدر أسبوعياً أو شهرياً في عروض تنافسية " Competitive Bids " ولفترة ثلاثة أشهر (13) أسبوع، أو ستة أشهر (26) أسبوع، أو سنة (52) أسبوع، وإن كل إصدار جديد لثلاثة أشهر أو ستة أشهر يباع أسبوعياً في المزاد، أما الإصدار ذو فترة استحقاق سنة فإنه يباع مرة كل ثلاثة أشهر .

ب- سلاسل غير منتظمة من الأذونات " Irregular Series Bills ":

وهي تصدر عن الخزينة عند حاجتها إلى سيولة فقط .

وتعد أذونات الخزينة من أكثر أدوات سوق النقد سيولة وقابلية للتسويق حيث يمكن تحويلها إلى نقد بأقل تكلفة ممكنة، وقد تلجأ الحكومة في بعض الأحيان إلى استدعائها قبل نهاية فترة استحقاقها في حال توفر الإيرادات الكافية .

- تستخدم أذونات المتسلسلة لسببين رئيسيين هما:[1]

الأول: عندما يلغى جزء من المبلغ الأساسي كل سنة فيكون خطر الفشل في الدفع قليل في هذه الحالة، فالدائرة الحكومية تضطر إلى تأمين رأس المال كل سنة بدلاً من الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق لتتمكن من معالجة الدفعات الكبيرة المترتبة (Larg lump sum).

الثاني: إن غالبية المشترين للسندات الحكومية هي منشآت استثمارية وهي أشبه ما تميل إلى توزيع استحقاق سندات المحفظة الاستثمارية على عدة سنوات، وعند تسويق الإصدار فإن الدائرة الحكومية يمكنها عندئذ بيع جزء من الإصدار عند استحقاق معطى لمنشأة تحتاج سندات بكمية أكبر وذات استحقاق معين، وعليه فإن المصدر يأمل أن يساعد التسلسل في التسويق الأولي للسندات.

٢ . سندات الخزينة Treasury Notes and Bonds:

هي عبارة عن صكوك مديونية تمثل قروضاً متوسطة وطويلة الأجل، حيث تتراوح فترة استحقاق سندات الخزينة بين 1 – 30 سنة، وهي تصدر عن الحكومة المركزية من أجل الحصول على موارد غير تضخمية لتمويل العجز في الموازنة العامة للدولة، وتعتبر السندات أداة ثانوية في السياسة النقدية حيث تستخدم لتمويل المشاريع الكبرى، وتتيح سندات الخزينة

[1] الراوي، خالد وهيب، "إدارة المخاطر المالية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع ،عمان،٢٠٠٩،ص ١٢٦-١٢٧.

للمستثمر الحصول على مدفوعات فائدة " كوبونات " نصف سنوية إلى نهاية فترة الاستحقاق، وفي نهاية هذه الفترة يسترجع المستثمر القيمة الاسمية للصك الذي بحوزته. ويمكن استدعاء سندات الخزينة خلال فترة محددة هي على الأغلب فترة السنوات الخمس الأخيرة من أجل السند، حيث تقوم الخزينة بإعادة شراء السندات بسعر معادل للقيمة الاسمية قبل موعد استحقاقها.[١]

- والقيمة العادلة للسند هي ببساطة مجموع القيم الحالية لكل التدفقات النقدية، القيمة الحالية للسند تعطى بالصيغة التالية: [٢]

$$Pv = [c/(1+r)^1] + [c/(1+r)^2] + \ldots + [(c+y)/(1+r)^n]$$

حيث: c=مقدار دفعة الكوبون Y=القيمة الاسمية للسند(قيمة الاسترداد)

r=معدل الخصم n=عدد الفترات الزمنية حتى تاريخ استحقاق السند

يتم تحديد معدل الخصم على ضوء مجموعة من العوامل، أهمها:

معدل الفائدة الحقيقي، معدل التضخم السائد.

- إذا كانت قيمة السند أقل من قيمته الاسمية (نتيجة لأن معدل الخصم أعلى من معدل العائد على الكوبون)، وبالتالي عند ازدياد العائد السوقي، فإن معدل الفائدة (متضمن معدل الفائدة الحقيقي ومعدل التضخم) سيزداد ما يؤدي إلى ارتفاع معدل الخصم، مما ينجم عنه انخفاض في القيمة الحقيقية للأصل لانخفاض القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منه، (قيمة السندات تتناسب عكساً مع المعدلات السوقية الحالية لأسعار الفائدة)، وبالتالي سعر السند سينخفض وهنا سيتجه المستثمر نحو بيع السند، و الاستثمار في مجال آخر.

- أما إذا كانت قيمة السند أكبر من قيمته الاسمية (نتيجة لأن معدل الخصم أقل من معدل العائد على الكوبون) يعني ذلك أن السند يدفع كوبون بمعدل مشجع وجذاب للمستثمرين، ويدفع علاوة على القيمة الاسمية، وهنا للمستثمر خيار الاحتفاظ بالسند، أو بيعه بسعر أعلى من قيمته الاسمية.

- **من العوامل المؤثرة في تحديد قيمة الفائدة (معدل العائد) للكوبونات:**

- الفترة الزمنية، فكلما كانت مدة استحقاق السند أطول كلما كان معدل العائد أعلى.

[١] الشعار، نضال، "الأسواق المالية وأدواتها البورصة"، دار الضاد، حلب، الطبعة الثانية ،٢٠٠٢، ص ٦٥.

[2] Chisholm, Andrew M :" **Introduction to Capital Markets**", John Wiley & Sons,LTD, 2002 op.cit; P61

-طبيعة السندات، فالسندات القابلة للاستدعاء يكون معدل العائد عليها أعلى من غيرها، حيث تصدر هذه السندات بعلاوة استدعاء تشجيعاً للمستثمرين على شراءها.[١]

-عندما يقوم المستثمر ببيع سندات حكومية بتاريخ يقع بين فترتي دفع قيم الكوبونات، هنا على المشتري أن يقوم بتعويض البائع بمقدار الفائدة المتراكمة للسند من تاريخ آخر دفعة كوبون وحتى تاريخ تسوية عملية الشراء، فالبائع في هذه الحالة يحصل على السعر الكامل للسند، والذي يحسب كما يلي: [٢]

السعر الكامل للسند = السعر النظيف للسند (قيمته البيعية) + الفائدة المتراكمة للسند

وفي حال الدفعات نصف السنوية، نحسب الفائدة المتراكمة كما يلي:

$$\text{الفائدة المتراكمة} = \frac{\text{الفائدة السنوية}}{2} * \frac{\text{عدد الأيام من تاريخ الكوبون الأخير إلى تاريخ التسوية}}{\text{عدد الأيام من تاريخ الكوبون الأخير وحتى تاريخ الكوبون القادم}}$$

٣ . السندات الادخارية "Saving Bonds":

وهي صكوك مديونية غير قابلة للتداول في البورصة، تصدر عن الحكومة المركزية، وتشترى فقط من وزارة الخزانة، وهناك نوعين من هذه السندات:

النوع الأول يعرف **بالسلسلة (E)**: وفيها لا تلتزم الخزينة بدفع الفوائد لحملة السندات إلا عند حلول تاريخ الاستحقاق .

النوع الثاني يعرف **بالسلسلة (H):** وفيها تلتزم الخزينة بدفع فوائد لحملة السندات كل ستة أشهر.

وتتغير الفوائد التي تدفع لحملة هذه السندات كلما تغير سعر الفائدة الخاص بسندات أخرى تصدر عن وزارة الخزانة، ويستطيع حملة السندات إرجاع سنداتهم لوزارة المالية واسترداد أموالهم قبل تاريخ الاستحقاق وفق إجراءات تكون محددة سلفاً، وتتميز هذه السندات أنه كلما اقترب تاريخ استحقاقها كلما كانت قيمة الاسترداد والفوائد أفضل، وذلك تشجيعاً للمستثمرين على عدم استرداد سنداتهم قبل استحقاقها.[٣]

٤ . أوراق الخزينة المجزئة Stripping Treasury Securities:

بما أن السندات الحكومية تصدر بقيمة اسمية كبيرة، بالتالي لا تكون في متناول صغار المستثمرين الذين لا يملكون الإمكانية اللازمة للاستثمار في أعداد غير كسرية من السندات،

---

[١] كراسنة ، ابراهيم، ورقة عمل بعنوان "السندات وتقييمها مقدمة في دورة عن إدارة الاقتصاد الكلي وقضايا القطاع المالي"، أبوظبي/٦/٣/٢٠٠٨

[2] Saunders, Anthony & Cornett, Marcia Millon:" **Financial Markets and Institutions"**, op.cit;,P163.

[٣] محفوظ، جبار،" الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، الطبعة الأولى ،٢٠٠٢،ص٦٣-٦٤.

فإن العديد من شركات الاستثمار تقوم بشراء هذه السندات الحكومية بكميات كبيرة، وتقوم بفصل مدفوعات الفائدة " Coupons " عن أصل قيمة السند" Principal "، ثم تعمل على إعادة بيعها إلى جمهور المستثمرين بكميات صغيرة أو بأجزاء من الورقة المالية، وتباع هذه الكميات الصغيرة أو الكسرية على شكل حصص " Shares "، حيث يمثل السهم الواحد سنداً واحداً أو جزءاً من السند (جزءا من مدفوعات الفائدة عليه، أو جزءاً من ملكية أصل قيمة السند) ، وتدعى عملية تجزئة مدفوعات الفائدة على السند أو تجزئة ملكيته بالأجزاء المجمعة "Corpus"، أما عملية بيع الأسهم الممثلة لهذه السندات أو أجزاء السندات فتسمى تجزئة الفائدة " Coupon Stripping ". والإيصالات المتولدة عن عملية تجزئة الفائدة على السندات الحكومية لا تصدر عن الخزينة نفسها، ولكن التدفقات النقدية المتولدة عنها هي تدفقات مضمونة لأن السندات المودعة لدى أحد المصارف الحارسة " Custodian Bank "هي التزامات دين على الخزينة [١].

٥ . سندات البلدية Municipal Bonds:

تصدر هذه السندات من قبل حكومة الولاية أو الإقليم أو البلديات أو الإدارات المحلية ولآجال مختلفة قد تكون قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل، وهي مشابهة لسندات الخزينة وسندات الشركات باستثناء أن دخل الفائدة عليها يكون معفى من الضرائب في الولاية المصدرة لهذه السندات، ولا تعفى هذه السندات من الضرائب الرأسمالية الناتجة عن بيعها، وهذا الإعفاء الضريبي يحقق ميزة لمصدر هذا السند تتمثل في الاقتراض بتكلفة منخفضة لأن حامل السند سيكون راضياً بالفائدة المنخفضة التي يحملها السند ما دامت هذه الفوائد معفاة من الضريبة[٢].

وهناك نوعين من سندات البلدية: سندات الالتزام العام و السندات الايرادية[٣].

- **سندات الالتزام العام " General Obligation Bonds ":**

وهي مدعومة بالسمعة والثقة المطلقة للمصدر، وهذا يعني أن على المصدر أن يستخدم كل المصادر المتاحة وخصوصا القدرة الضريبية من أجل تسديد قيمة القرض .

- **السندات الايرادية " Revenue Bonds ":**

وهي التي تصدر لتمويل مشاريع محددة مثل المشافي والمدارس والمطارات والطرقات، وتكون مدعومة من قبل وكالة محلية محددة تدير المشروع أو بالإيرادات التي يحققها

[١] الشعار، نضال، "الأسواق المالية وأدواتها البورصة " ، مرجع سابق ، ص ٦٥-٦٦.
[2] MISHKIN ,Frederic & Eakins ,Stanley :" **Financial Markets + Institution**" , BOSTON : PEARSO ,2003, P250-251
[٣] كنجو، كنجو : شيخا، أيمن ، رشيد، مروان، "الأسواق المالية"، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية ،٢٠٠٥، ص١٠٧.

المشروع، ودرجة المخاطرة في هذه السندات تكون أكبر من درجة المخاطرة على سندات الالتزام العام.

وتُعدّ سندات التنمية الصناعية (Industrial Development Bonds)أحد أهم أشكال السندات الايرادية، وهي تصدر لتمويل المشاريع الصناعية التي يمكن أن تديرها شركات خاصة. وقد يطلق عليها التزامات العائد نظراً لأنه يتم دفعها من العوائد المتكونة من المشروع المعني، فعلى سبيل المثال: بعض المنشآت التجارية في أمريكا تصدر سندات عوائد مثل شركات الخطوط الجوية.[١]

٦. سندات الخزينة المرتبطة بمؤشرات الأسعار(المحمية من التضخم)TIPS: [٢]

تم تصميم السندات المحمية من التضخم لجذب المستثمرين الراغبين في حماية استثماراتهم ضد التضخم. وفيها يرتبط ما يتم سداده من فائدة وما يعاد سداده من رأس المال بالتغيرات في الرقم القياسي لأسعار التجزئة. فعندما يرتفع الرقم القياسي لأسعار التجزئة، ترتفع معه مدفوعات هذه السندات بالنسبة المئوية نفسها.

- تتم حماية قيمة ما يعاد سداده من رأس المال في تاريخ الاستحقاق من التضخم.
- يتم دفع سعر كوبون منخفض للسندات، على أن يكون سعر فائدة حقيقي تتم حمايته ضد التضخم.

<u>تقوم الحكومة بإصدار هذا النوع من السندات عندما تعتقد أنه:</u>

❖ قد يكون هناك إقبال كبير من المستثمرين على السندات التي توفر حماية ضد التضخم.

❖ بالإضافة إلى وجود إقبال ضعيف من المستثمرين على السندات ذات الفائدة الثابتة، ما عدا تلك التي تتميز بسعر كوبون مرتفع.

❖ قد يقع ذلك في حال ظهور قلق بشأن معدلات التضخم في المستقبل، فإذا كان هناك احتمال بأن يكون معدل التضخم مرتفع، فإن الاستثمارات طويلة الأجل للسندات المرتبطة بمؤشرات الأسعار قد تتيح عائد أفضل بشروط حقيقية أكثر مما هو متاح بالنسبة لسندات ذات سعر كوبون مرتفع وفائدة ثابتة.

---

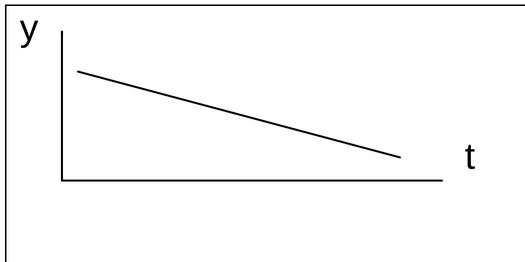
[١] الراوي، خالد وهيب، "إدارة المخاطر المالية"، مرجع سابق، ص ١٢٦.
[٢] كويل، برايان، " السندات الحكومية "،دار الفاروق ،القاهرة، ٢٠٠٦، ص٢٦-٣٠.

ثالثاً: منحنى عائد سندات الخزينة (Government securities Yield curve):

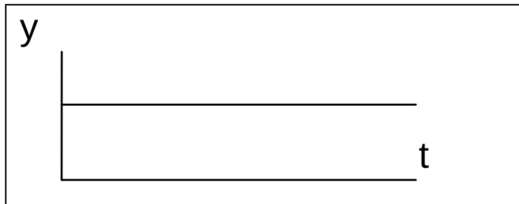
منحنى العائد على السندات الحكومية (الخزينة) هو منحنى يصف هيكل أسعار الفائدة لفترات استحقاق مختلفة، وشكل المنحنى يعكس العلاقة بين أسعار الفائدة **y** والفترة الزمنية المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق **t**، موفراً بذلك للمقرضين والمقترضين إشارات حول توقعات أسعار الفائدة في المستقبل [١].

وينقسم منحنى العائد إلى ثلاثة أشكال [٢]:

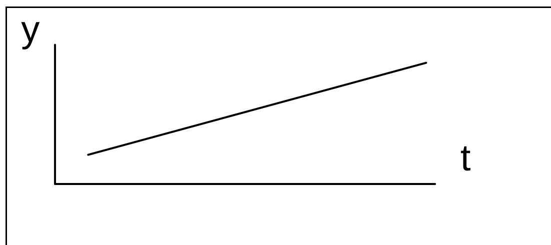
١- منحنى عائد مقلوب : يتشكل عندما تكون أسعار الفائدة في الأجل الطويل أدنى من أسعار الفائدة في الأجل القصير .



٢- منحنى عائد مستقيم : يتشكل تتساوى أسعار الفائدة في الآجلين القصير والطويل.



٣- منحنى عائد متصاعد : يتشكل عندما تكون أسعار الفائدة في الآجال الطويلة أعلى من الأسعار في الآجال القصيرة .



---

[1] Simon Gray :" **The Management of Government Debt"**, Bank of England.London . May 1996.page 9

[٢] بدوي، محمد عبد المطلب،" التوريق كأداة من أدوات تطوير البورصة المصرية "، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، دبي، جامعة الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٧.

رابعاً: عيوب السندات الحكومية :

كما إن السندات الحكومية تتمتع بالكثير من المزايا التي تجعلها إحدى أهم الأدوات المالية في السوق المالية والنقدية، إلا أنها بنفس الوقت لا تخلو من العيوب، ولعل من أبرزها ما يلي : [١]

١. **قلة تنوع آجال السندات الحكومية:**

إن إستراتيجية إدارة محافظ السندات تتطلب أن تكون آجال السندات المتاحة والمتداولة في السوق متعددة بحيث توفر خيارات متعددة للمستثمر يستطيع أن يبني عليها إستراتيجية الاستثمار المناسبة والتي تحقق له الأهداف المحددة مسبقاً من قبله، وهو ما يستلزم ضرورة اتساع وتنوع آجال السندات الحكومية، وبشكل عام تتراوح آجال السندات الحكومية بين متوسطة الأجل (١-٧) سنوات، وطويلة الأجل أكثر من سبع سنوات، وهذا ما يفقد المستثمر القدرة على تنويع محفظته المالية وفقاً لأجل الاستحقاق، ويمكن ربطه بمنحنى العائد من أجل تحديد تاريخ الدخول والخروج، ويمكن أن نقلل من هذا العيب بوجود سوق ثانوية يمكن تسييلها وتحصيل قيمتها.

٢. **ارتفاع فئة الإصدار:**

تصدر السندات الحكومية بقيمة أسمية ثابتة ضمن فئات تكون عالية نسبياً، ويعتبر إصدار السندات الحكومية بتلك القيمة العالية في غير متناول الطبقة العريضة من المتعاملين وهم صغار المستثمرين، مما يؤثر على تداول السندات، وذلك لأن ارتفاع فئة الإصدار للسندات الحكومية قد لا يتناسب مع حجم المدخرات القابلة للاستثمار لدى صغار المستثمرين، ولا يتناسب مع احتياجات السيولة في حالة الرغبة في التسييل الجزئي لمحفظة الأوراق المالية.

٣. **الأثر على سعر الفائدة:**

نتيجة لدخول الدولة سوق الائتمان ومنافستها للقطاع الخاص في أموال التسليف الكلية في البلاد سيؤدي ذلك إلى ارتفاع سعر الفائدة ، مما يؤثر سلباً على اقتراض الأفراد، ولكن العقلانية والرشد الاقتصاديين تجعل من اللجوء إلى الاقتراض أمر محدد بمعدل الفائدة والعائد الاقتصادي المتوقع وبالتالي لا يمكن زيادة معدل الفائدة على السندات إلى حدود غير عقلانية.

٤. **أثر التزاحم:**

إن دخول الدولة سوق الائتمان سيؤدي إلى مزاحمتها للقطاع الخاص في أموال التسليف الكلية في البلاد. فالأموال التي اكتتب بها القطاع الخاص والأفراد كان بالإمكان توجيهها نحو

[١].عبد التواب، محمد، "البورصة المصرية والبورصات العالمية"، مؤسسة الطوبجي، القاهرة، ٢٠٠٤، ص٨٢-٨٤

الاستثمار أو بناء المنازل أو زيادة الاستهلاك الذي من شأنه تحفيز الإنتاج. وهكذا فإن جزءاً لا يُستهان به من (السيولة) الخاصة قد تم امتصاصها في القنوات الحكومية مما قد يكون له آثاراً انكماشية، ولتشجيع الاكتتاب في الدين العام قد تلجأ السلطات العامة إلى رفع أسعار الفائدة على السندات الحكومية. والنتائج المحتملة لذلك هي انخفاض الاستثمار الخاص وارتفاع معدلات التضخم [١].

خامساً: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية قصيرة الأجل [٢]:

١. مخاطر سعر الفائدة:

ترتبط مخاطر سعر الفائدة بشكل عام بمعدل الفائدة من جهة وبالفترة الزمنية من جهة أخرى، وتزداد هذه المخاطرة بالنسبة لحاملي الأذونات مع ارتفاع معدلات الفائدة السوقية، لأن معدلات الفائدة السوقية تمثل فرصة بديلة للمستثمرين في الأذونات، وبالعكس عندما تنخفض معدلات الفائدة السوقية عندها تنخفض هذه المخاطرة، والأصل في أذونات الخزينة أنها قصيرة الأجل وبالتالي يمكن التنبؤ وبدقة بالمتغيرات الاقتصادية خلال فترة حملها الفاصلة بين عملية الشراء والاستحقاق، ولكن في سورية إلى الآن هذه المخاطرة غير موجودة بسبب أن معدلات الفائدة غير معومة، بل هي مقيدة ويحددها البنك المركزي وفقاً لسياسته النقدية، ومن ناحية أخرى تعد هذه المخاطرة قليلة جداً مقارنةً بغيرها من بدائل الاستثمار بسبب أنها قصيرة الأجل، فكما نعلم فإن مخاطر أسعار الفائدة تتناسب طرداً مع أجل الاستحقاق (المدة الزمنية).

٢. مخاطر السوق الثانوي:

هي المخاطر التي تتعلق بالتقلبات في أسعار الأذونات في السوق الثانوي، حيث يمكن أن تتحرك هذه الأسعار بشكل غير مرغوب به وغير متوقع استجابةً لتدخل المضاربين الذين يؤثرون على العرض والطلب وينشرون الشائعات وفقاً لمصالحهم واستثماراتهم٣، عندها يصعب التنبؤ بهذه التقلبات صعوداً أو هبوطاً، لذلك لا يستطيع المستثمر فعل شيء لتجنب هذه التقلبات القصيرة الأجل في أسعار الأذونات، إلا أنه يضطر للبيع بخسارة إذا كان بحاجة لهذه الأموال المستثمرة في الأذونات في لحظة انخفاض أسعارها، لكن هذه المخاطرة غير موجودة حالياً في الأذونات الحكومية السورية، بسبب عدم وجود سوق ثانوي لها في الفترة الأولى

---

[١] حداد ، فراس ،" السندات الحكومية بين مؤيد ومعارض "، مجلة أبيض وأسود ، العدد ٣٢٨.

[٢] بحث بعنوان، " المخاطرة وأنواع المخاطر التي تواجهها الأوراق المالية الحكومية "على الموقع (www.syrianfinance.org).

[٣] حنفي، عبد الغفار،"_بورصة الأوراق المالية (أسهم – سندات- وثائق استثمار- خيارات)"،دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، ٢٠٠٣، ص١٩٧.

واقتصارها على سوق الإصدار الأولي بين وزارة المالية والبنك المركزي والمصارف العامة والخاصة.

٣. مخاطر السيولة:

تنشأ هذه المخاطرة في ظل عدم وجود سوق ثانوي للأذونات، ولكن بحال كانت الأذونات الحكومية قابلة للتداول في الأسواق الثانوية، عندها تتمتع بسيولة عالية وخاصةً أنها قصيرة الأجل مقارنةً بغيرها من الاستثمارات المالية.

٤. المخاطر الائتمانية:

أقل ما يمكن أن توجد هذه المخاطر هو في أذونات الخزينة الحكومية، حيث تعتبر الحكومة هي الضامن الأساسي للسداد في وقت الاستحقاق، وللدولة مصادر كثيرة لسدادها، يمكن أن تلجأ لفرض الضرائب على الدخل والإنفاق، في حال كانت لا تملك الأموال الكافية في تاريخ الاستحقاق، كذلك فإنها تستطيع إذا تعثر ذلك أن تلجأ إلى الإصدار النقدي في أسوأ الحالات.

٥. مخاطر أسعار الصرف:

بما أن الأوراق المالية التي تصدر من قبل الدولة تكون بالعملة المحلية للدولة (الليرة السورية)، لذلك فهي لا تحمل أي مخاطرة لأسعار الصرف، هذا من ناحية ومن ناحية أخرى بما أن الاستثمار فيها محصور بالمستثمرين المحليين فقط وليس الأجانب فهي خالية من هذه المخاطرة بالنسبة للمستثمرين المحليين وهذا ما يميز الأوراق المالية الحكومية، في حين غيرها من الاستثمارات قد تكون متاحة للمستثمرين الأجانب، بالتالي فإن تكلفة الاستثمار بالنسبة للمستثمر الأجنبي تزداد بارتفاع قيمة الليرة السورية (انخفاض سعر الصرف) بالنسبة لعملته الأجنبية وبالتالي تنشأ هنا مخاطرة أسعار الصرف والعكس بالعكس.

سادساً: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية متوسطة وطويلة الأجل:

رغم المزايا الكثيرة التي تتضمنها عملية الاستثمار في السندات الحكومية للمستثمر مثل ثبات العائد، ودرجة الأمان التي توفرها السندات، إلا أن المستثمر في السندات يتعرض لجملة من المخاطر قد تؤدي إلى خسارته، وأهم المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر في السندات الحكومية ما يلي:

١- مخاطر تقلبات سعر الفائدة Interest Rate Risk:

وهي المخاطر التي يتعرض لها حملة السندات والحكومة نتيجة التغيرات التي تحصل في سعر الفائدة السائد في السوق، حيث أن ارتفاع سعر الفائدة السائد في السوق يؤدي إلى انخفاض في القيمة السوقية للسند[1]، مما ينتج عنه ما يلي [2]:

أ- خسائر ضمنية للمقترض " المستثمر " تتمثل بالفرق بين سعر الفائدة على السندات، وسعر الفائدة السائد في السوق .

ب- انخفاض في تكاليف التمويل الذي تحصل عليه الجهة المصدرة للسند " الحكومة " .

أما في الحالة المعاكسة، أي حالة انخفاض سعر الفائدة السائد في السوق، ففي هذه الحالة فإن انخفاض سعر الفائدة السائد في السوق يؤدي إلى ارتفاع في القيمة الاسمية للسند، مما ينتج عنه ما يلي :

- أرباح إضافية يحصل عليها المقترض " المستثمر " تتمثل بالفرق بين سعر الفائدة على السندات وسعر الفائدة السائد في السوق.
- ارتفاع في تكاليف التمويل الذي تحصل عليه الجهة المصدرة للسند " الحكومة ".

تتغير أسعار الفائدة في السوق وفقاً لتأثير قوى العرض والطلب على الأصول المالية المختلفة، وأيضاً وفقاً لمعدلات التضخم السائدة، وفي ما إذا كان الاقتصاد يتسم بالانتعاش أو الانكماش، تبرز المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في السندات الحكومية بسبب العلاقة المتعاكسة بين أسعار السندات في السوق وأسعار الفائدة السوقية، فارتفاع أسعار الفائدة السوقية على الأسعار الأخرى يشجع المستثمرين في السندات على بيع ما لديهم من سندات في السوق، مما يؤدي إلى زيادة العرض لهذه الأصول، ومع محدودية الطلب عليها في السوق فإن أسعارها تهبط وبشكل حاد وفقاً للعلاقة بين العرض والطلب .٣

٢- مخاطر التضخم Inflation Risk:

يؤدي التضخم إلى تدهور القوة الشرائية، أي إمكانية عدم كفاية العوائد المستقبلية الناتجة عن استثمار ما في الحصول على السلع والخدمات التي يمكن الحصول عليها بالأسعار الحالية، أي تعرض الأموال لانخفاض في قيمتها الحقيقية، فحتى لو ارتفعت القيمة النقدية للاستثمار قد يكون

[1] خريوش، حسن علي ، أرشيد ،عبد المعطي رضا، "الأسواق المالية "، مرجع سابق، ص٨٢.
[2] حسن ،أمين عبد العزيز، " الأسواق المالية"، دار قباء الحديثة، القاهرة،٢٠٠٧، ص ٥٥.
[3] الزبيدي، حمزة محمود، "الاستثمار في الأوراق المالية" ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، ٢٠٠١ ، ص ٢٣٤.

ذلك نوع من الوهم إذا كانت مستويات الأسعار قد ارتفعت بمعدلات أكبر. فإذا ارتفع معدل التضخم يرتفع معه الخصم فتنخفض القيمة الحقيقية للاستثمار، وذلك لانخفاض قيمته الحالية.[١]

و مخاطر التضخم التي يتعرض لها حملة السندات الحكومية بفعل ظاهرة التضخم، التي تؤدي إلى الارتفاع المستمر والتدريجي في الأسعار، وما ينتج عنه من انخفاض في القوة الشرائية للوحدة النقدية، وهذا يؤدي إلى تآكل في القيمة الاسمية للسندات الحكومية، ونلاحظ هنا أن الجهة المصدرة للسند " المقترض " هي المستفيدة في هذه الحالة على حساب الجهة المقرضة " المستثمر " حيث تحصل الجهة المصدرة للسند على نقود ذات قوة شرائية أعلى عند بيعها للسند، وتدفع نقود ذات قوة شرائية أقل عند الاستحقاق.[٢]
ويكون هذا النوع من المخاطر كبير في حال الاستثمار في السندات الحكومية مقارنةً مع الاستثمار في الأذونات، حيث يتناسب هذا النوع من المخاطرة طرداً مع طول فترة الاستحقاق للسند، فكلما زادت فترة استحقاق السند كلما زادت مخاطرة التعرض لانخفاض قيمة هذه السندات بسبب التضخم.[٣]
ويمكن لحملة السندات الحكومية تجنب هذه المخاطر التي تنتج عن ظاهرة التضخم بشراء السندات ا لحكومية ذات معدل الفائدة المتغير أو المرتبط بمؤشرات الأسعار.

٣- مخاطر السيولة:

يقصد بها إمكانية التصرف في الورقة المالية بسرعة وسهولة دون تعرض سعرها لانخفاض شديد، حيث تفتقر السندات لخاصية السيولة خصوصاً إذا كانت طويلة الأجل كما في السندات الحكومية، لذلك فإن المستثمر يتعرض إلى مخاطر السيولة الناتجة عن الهبوط الذي يحصل في القوة الشرائية للعملة بفعل التضخم، حيث تنخفض القيمة الحقيقية للسند عن قيمته الاسمية التي يصدر بها، وكلما طال أجل السند ترتفع هذه المخاطر، وتزداد هذه المخاطر أيضاً بحال عدم توفر سوق ثانوي تتداول فيها هذه السندات.[٤]

---

[١]- الحسيني ،صلاح حسن: الدوري، مؤيد عبد الرحمن،" إدارة البنوك (مدخل كمي واستراتيجي معاصر)"، دار وائل للنشر، الأردن ، ٢٠٠٠، ص ١٦٩.
[٢] فليح، حسن خلف ،" الأسواق المالية والنقدية "، جدارا للكتاب العالمي ،عمان ،عالم الكتاب الحديث ، إربد ،٢٠٠٦، ص ٢٥١-٢٥٢.
[3]- John Y. Campbell, January 11, 2009: "***what are the Risks of Government Bonds***?" Tenth Neemrana Conference. pp2- 3.
[4]- Jason Johnson and Wade Polk, the texas A&M university system: "**INVESTING IN BONDS"**, Extension publications can be found on the Web at: http://texaserc.tamu.edu, time & date access on 11/7/2009 at 09.00 pm. pp3-4.

٤- مخاطر الاستدعاء Call Risk:

يمكن أن تصدر الدولة سنداتها مقرونة بشرط الاستدعاء، وعادة ما تعمد الدولة إلى ذلك عندما توجد مؤشرات لاحتمال انخفاض أسعار الفائدة في السوق قبل بلوغ السندات تاريخ الاستحقاق١. وتعرف مخاطر الاستدعاء بأنها المخاطر التي يتعرض لها حملة السندات الحكومية عندما تقوم الجهة المصدرة للسند " المقترض " باستدعاء السندات من أجل السداد قبل أن يحين موعد استحقاقها. وترتبط هذه المخاطر بالعلاقة بين سعر الفائدة الاسمي وسعر الفائدة السائد في السوق، حيث يتحمل حامل السند " المقرض " خسارة في حالة استدعاء السندات عندما يكون سعر فائدتها الاسمي أعلى من سعر الفائدة السائد في السوق، وهذا الاستدعاء يحقق منفعة لمصدر السند " المقترض " تتمثل في سداد قرض ذي كلفة تمويل مرتفعة واستبداله بقرض آخر ذي كلفة تمويل منخفضة تساوي معدل الفائدة السائد في السوق ٢.

٥- المخاطر السياسية (Political Risks):

قد تضطر الدولة إلى تأجيل سداد ديونها ومنها السندات إلى ما بعد تاريخ الاستحقاق، وذلك في حالة الحروب وزيادة الإنفاق العسكري وحاجتها الاستثنائية للموارد بهذه الحالات، أو حتى قد تلزم المؤسسات المالية بالاكتتاب بسندات جديدة تقوم بإصدارها لتمويل الإنفاق الحربي والعسكري.

٦- مخاطر إعادة الاستثمار Reinvestment Risk:

هي المخاطر التي يتعرض لها حملة السندات عندما لا يتمكنون من إعادة استثمار القيمة الاسمية والفائدة على السند القديم في استثمار جديد يحقق لهم عائداً يساوي العائد المتحقق من الاستثمار السابق، ويكون حملة السندات قصيرة الأجل هم الأكثر تعرضا لهذه المخاطر حيث لن يستطيعوا الحصول على نفس معدل العائد في حالة انخفاض معدل الفائدة السائد في السوق[٣] .

٧- مخاطر الإطفاء السنوي للسندات:

يوفر عقد الإصدار أحياناً للجهة المصدرة الحق في أن تطفئ سنوياً نسبةً محددة من الإصدار، كما ينص في هذا العقد على الطريقة التي بموجبها تحدد السندات المطفأة، وقد يستغل المصدرون شرط الإطفاء هذا في الفترات التي تشهد فيها ارتفاعاً في السعر السوقي للسند مقارنةً بقيمته الاسمية، فيقومون بإطفاء السندات القابلة للإطفاء ملحقين بذلك أضراراً كبيرة

---

[١] الزبيدي، حمزة محمود،" الاستثمار في الأوراق المالية" ،مرجع سابق، ص ٢٣٢.
[٢] فليح ،حسن خلف، "الأسواق المالية والنقدية" ، مرجع سابق، ص٢٥٤.
[٣] خريوش، حسن علي ، أرشيد ،عبد المعطي رضا،" الأسواق المالية ،مرجع سابق ، ص ٨٣.

بحملة هذه السندات عن طريق حرمانها من تحقيق أرباح رأسمالية كان بإمكانهم تحقيقها لو تمكنوا من الاحتفاظ بهذه السندات[1].

٨- مخاطر تاريخ الاستحقاق:

يقصد بها أنه كلما طال تاريخ استحقاق السند زاد عدم التأكد بشأن مستقبل تدفقاته النقدية، فالقدرة على التنبؤ بالمخاطر التي تتعرض لها ورقة مالية تستحق بعد ثلاثة سنوات هي أكثر بكثير من القدرة على التنبؤ بالمخاطر التي تتعرض لها ورقة مالية تستحق بعد ثلاثون سنة، هذا يعني أنه لا بد من حصول المستثمر على عائد أكبر يعوضه عن مخاطر الاستثمار في السندات التي يحل تاريخ استحقاقها بعد وقت طويل[2].

سابعاً: استراتيجيات وطرق إدارة مخاطر الأوراق المالية الحكومية: ٣

أ- **إدارة مخاطر سعر الفائدة:**

إن أذونات الخزينة هي قصيرة الأجل لذلك فالتغيرات في سعر الفائدة لا تعكس تأثيراً كبيراً عليها فيمكننا إهمال تلك التأثيرات عليها. أما بالنسبة للسندات الحكومية فهي طويلة الأجل بالتالي تكون عرضة للتأثر بتقلبات أسعار الفائدة بشكل أكبر وبالتالي يمكن الحد من مخاطر تغير أسعار الفائدة من خلال الدخول في عقد الخيار كما في المثال التالي:

عند توقع ارتفاع أسعار السندات الحكومية ونحب أن نستفيد من هذا التوقع ولكننا نخشى إذا اشترينا هذه السندات اليوم لبيعها غداً والحصول على فرق في السعر أن هذه السندات لا ترتفع أو ربما ينخفض سعرها فالسبيل للتحوط من خطر الارتفاع في السعر من خلال شراء عقد خيار يلتزم فيه الطرف الآخر، مقابل علاوة نقوم نحن بدفعها، بأن يبيع لنا تلك السندات بسعر متفق عليه هو السعر السائد في السوق الآن مع عدم إلزامنا بالشراء فإذا تحققت توقعاتنا نفذنا عقد الخيار.

ب- **إدارة مخاطر التضخم:**

ويمكن إدارة هذا النوع من المخاطر عن طريق ربط معدل الفائدة على الأوراق المالية الحكومية بمعدل التضخم، أو من خلال عقود المبادلة.

[1] مطر، محمد، فايز تيم،" إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل للنشر، الأردن.، الطبعة الأولى، ٢٠٠٥ ،ص١١٩.
[2] هندي، منير إبراهيم، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" ، منشأة المعارف،الإسكندرية،١٩٩٩، ص٤٩٧.
[3] www.elgari.com/article83.htm

ج- إدارة مخاطر استدعاء السند:

لتعويض مخاطر استدعاء السند الحكومي المقرون بشرط الاستدعاء لا بدَّ من طلب سعر فائدة أعلى أو تجنب الاستثمار في السندات الحكومية المقرونة بشرط الاستدعاء وذلك لأن المستثمرين يتعاملون مع الحكومة ولا يستطيعون مقاومة القوانين والتشريعات الصادرة عنها فلا سبيل لمعالجة تلك المخاطرة سوى تجنبها.

د- إدارة المخاطر السياسية:

ويمكن إدارة تلك المخاطر عن طريق التنبؤ بالحالة السياسية وتجنب الاستثمار بسندات حكومية إذا كانت الحالة السياسية غير مستقرة.

ثامناً: أهمية سوق الأوراق المالية الحكومية:

تعد هذه السوق سوقاً مهمةً للغاية في كافة الاقتصاديات المتقدمة والناشئة نظراً للدور الكبير الذي تقوم به في تطوير اقتصاديات هذه البلدان، وذلك من خلال توفير العديد من المزايا لكل من السلطتين المالية والنقدية بالإضافة إلى المستثمرين والقطاع المالي والمصرفي.

١. أهمية قيام سوق لأوراق المالية بالنسبة للسياسة المالية:

- يتيح مصدراً رئيسياً للاحتياجات التمويلية للدولة قائم على أسس حقيقية غير تضخمية ويوفر بديل أفضل للتمويل من الاقتراض من المصرف المركزي، وبالتالي يقلل من مخاطر الضغوط التضخمية والضغوط على سعر صرف العملة المحلية .
- يزيد كفاءة إدارة الدين العام فالحكومة تصبح أكثر إدراكاً لجانب الكلفة المتوجب دفعها من أجل تمويل الدين العام، ويؤدي ذلك إلى تقليل أعباء الاقتراض على الفترتين المتوسطة والطويلة الأجل .
- إن إصدار السندات الحكومية يعزز من وضوح المحاسبة الحكومية حيث أن القيمة المستوجبة للدين العام ستصبح رقماً واضحاً وموثوقاً يتم نشره في مواعيد حدوثه [١].
- يزيد من حساسية المستثمرين لسياسات وتوجيهات الحكومة، مما يشكل مؤشراً يساعد في التعرف على ردة فعل السوق والمستثمرين على هذه السياسات، الأمر الذي يساهم في توجيه السلطات نحو تبني السياسات السليمة [٢].

[١] الشوم ، محمود،" أهمية إنشاء سوق سندات الخزينة للاقتصاد القومي"، دمشق ، عالم المال ، العدد (٧)- ٢٠٠٧.

[2] Jorge Castellanos **:" Developing Government Bond Markets Washington**", D.C. March 1998 - No. IFM-111 p 8-9

- يحسن القدرة التحليلية لوزارة المالية للوصول إلى توقعات دقيقة لاحتياجاتها التمويلية من حيث زيادة أو تخفيض الضرائب والإنفاق الحكومي [١].

٢. أهمية قيام سوق لأوراق المالية الحكومية بالنسبة للسياسة النقدية :

- يساعد وجود هذا السوق على تقوية استقلالية المصرف المركزي وتطوير سياسته بصورة تركز أساساً على الحفاظ على مستوى الأسعار، وذلك من خلال الفصل بين المتطلبات التمويلية للحكومة والجانب النقدي للاقتصاد.
- يمكن المصرف المركزي من استخدام أدوات غير مباشرة مثل عمليات السوق المفتوحة في إدارة السياسة النقدية بصورة أكثر فاعلية، حيث تعزز عمليات السوق المفتوحة من سيولة السوق الثانوي لسندات الخزينة، وتسمح بتحديد معدلات الفوائد من خلال العرض والطلب على نحو أكثر فاعلية من التحديد الإداري لمعدل الفائدة[٢].
- تعتبر أسعار السندات الحكومية المتشكلة في سوق يتميز بالعمق والسيولة العالية، أفضل مصدر للمعلومات عن توقعات المتعاملين حول التضخم وتذبذب أسعار الفائدة.
- يمكن المصرف المركزي من التدخل في السوق الأولية للسندات الحكومية، وذلك لغايات إدارة السياسة النقدية عبر التحكم بالسيولة من خلال تغيير صافي الإصدارات عند كل مزاد، كما يمكن القيام لأغراض امتصاص السيولة ببيع هذه السندات في السوق الثانوية (Outrightsale) وشرائها من هذه السوق (Outright purchase) بهدف ضخ السيولة، كما يستطيع البنك المركزي أيضا استخدام عمليات إعادة الشراء (repo)من أجل ضخ السيولة، وعمليات إعادة الشراء المعاكسة (reverse repo) من أجل سحبها[٣].

---

[١] الشوم ،محمود، "أهمية إصدار سندات الخزينة وتسنيد الدين العام في إطار إصلاح المالية العامة في سورية "، دمشق، مجلة عالم المال ، العدد (٣)– ٢٠٠٧.

[٢] الشوم ،محمود،" أهمية إنشاء سوق سندات الخزينة للاقتصاد القومي "مرجع سابق.

[3] Jorge Castellanos **: "Developing Government Bond Markets"** , , op.cit;, p3.

٣. أهمية قيام سوق الأوراق المالية الحكومية بالنسبة للمستثمرين: [١]

- تشكل السندات الحكومية جزءاً بالغ الأهمية من محفظة الأوراق المالية بالنسبة للمستثمر وخصوصاً للعديد من هيئات الاستثمار الكبرى مثل صناديق المعاشات وشركات التأمين، وذلك لأن السندات الحكومية تؤمن تدفقاً مستقبلياً من الدخل يمكن التنبؤ به .
- تطوير هيكل النظام المالي من نظام يعتمد بشكل أساسي على المصارف كمصدر للتمويل، إلى نظام متعدد الأطراف، يتكامل فيه دور القطاع المصرفي وأسواق الأوراق المالية .
- يعد الاستثمار بالسندات الحكومية استثماراً خالياً من المخاطرة، لأن إصدار هذه السندات يكون مضموناً بسلطة الدولة ومؤسساتها في تحصيل الإيرادات الحكومية وليس بالأصول المالية أو المادية، ولذلك فإن الاستثمار في هذه السندات يعد أكثر أماناً بالنسبة للمستثمر من الاستثمار في سندات الشركات الأهلية، كما يساهم سوق السندات الحكومية بزيادة معدلات الادخار ونقل المدخرات لتمويل الاستثمارات المختلفة .
- إن السندات الحكومية تصدر في أغلب الأحيان مقرونةً بشرط الإعفاء الضريبي لفوائدها من ضريبة الدخل، وهي بذلك تشكل عامل جذب مهم للكثير من المستثمرين .
- إن وجود سوق للسندات الحكومية يعزز من سيولة السوق المالي والنقدي الثانوي، فيقلل بذلك من مخاطر إعادة الاستثمار، و يحفز الشركات على تطوير إدارة المخاطرلديها.

٤. أهمية قيام سوق الأوراق المالية الحكومية بالنسبة للقطاع المالي والمصرفي:

- توفير أدوات تسمح بتطوير سوق ما بين المصارف، والتي ستزيد من درجة كفاءة إدارة السيولة بها، ويرفع من درجة تطورها المالي بحيث تتمكن المصارف من تقديم هذه السندات ككفالة لضمان الاقتراض من المصرف المركزي " تسهيل لومبارو " وسيكون بوسع المصارف تحسين قدرتها على التنافس في استقطاب ودائع الزبائن، بما أنها ستجد نافذة مستمرة لإعادة استثمار الأموال المودعة[٢] .
- يزيد سوق السندات الحكومية من الاستقرار المالي الكلي، ويطور الوساطة المالية من خلال تعظيم المنافسة وتطوير البنية التحتية (financial infrastructure) والمنتجات والخدمات في القطاع المالي .

---

[1] Jorge Castellanos : "**Developing Government Bond Markets**" , op.cit; pages 8-9-10-11.

[٢] الشوم ،محمود،" أهمية إنشاء سوق سندات الخزينة للاقتصاد القومي ، مرجع سابق.

- تشكل الإصدارات المرجعية للسندات الحكومية (Benchmark Issue) منحنى عائد مرجعي (Yield Curve) خالٍ من المخاطرة يستخدمه السوق مؤشراً لتسعير كافة الأصول والأدوات المالية الأخرى، مما يساعد على خلق وتطوير أسواق لهذه الأصول والأدوات، كما أنها تساعد على تأسيس منحنى الائتمان الكلي (overall credit curve).
- تعمل السندات الحكومية أيضا كمحفز يسرع من تطوير تقنيات ومنتجات مالية جديدة لإدارة المخاطر مثل المشتقات (Derivatives)، وهي بذلك تزيد من عمق السوق وتعزز الكفاءة المالية وبالتالي تزيد من القدرة التنافسية للاقتصاد[1].

[1] World Bank :**"Developing a Government Bond Market"**, An Overview,2001 ,pages 2-3-4-5.

المبحث الثاني

آلية إصدار الأوراق المالية الحكومية

مقدمة:

يرتبط نمو وتطور النشاط لأسواق السندات الحكومية بصورةً كبيرةً بتطور النظام والتشريعات المالية للدولة ومدى كفاءة و فاعلية إجراءات إصدار هذه السندات لأول مرة في السوق الأولي، وهناك بدائل عديدة من حيث آلية إصدار السندات الحكومية، ونطاق المشاركة، ويتوقف الاختيار بين هذه البدائل على درجة تطور القطاع المالي وأوضاع الطلب ونمط المستثمرين . ويعرف السوق الأولي بأنه السوق الذي يتم من خلاله بيع وترويج الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية من أسهم وسندات الشركات وسندات الخزينة [1]، ويتم من خلاله تحويل المدخرات النقدية إلى استثمارات جديدة لم تكن قائمة في السابق أو إضافة إلى استثمارات قائمة[2].

أولاً: شروط إصدار السندات الحكومية: [3]

قبل أن تقوم الحكومة بطرح السندات للاكتتاب العام يجب أن تقوم بتقديم وثيقة العرض " نشرة الاكتتاب " التي تبين فيها تفاصيل الإصدار ومن أهمها :

١. إجمالي السندات التي سيتم إصدارها " حجم الإصدار".

٢. معدل الفائدة " الكوبون " وتواريخ سدادها .

٣. سعر الإصدار.

٤. نوع السندات .

٥. تاريخ استحقاق السندات.

في الأسواق المحلية، تتسم وثائق العرض أو نشرات الاكتتاب بأنها موجزة عن وثائق العرض الخاصة بإصدارات سندات الشركات.

---

[1] الميداني، محمد أيمن عزت،" تطوير أسواق الرأسمال في سورية "، الثلاثاء الاقتصادي،٢٠٠٢.

[2] الشواوره، فيصل محمود، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية) "، دار وائل للنشر،عمان، الطبعة الأولى ،٢٠٠٨ ، ص ٥٥.

[3] كويل ،برايان، " السندات الحكومية"، مرجع سابق ،ص ٣٣-٣٤.

ورغم أن هذه التفاصيل ثابتة ومحددة عند الإصدار، إلا أنها يجب أن تكون مقبولة من وجهة نظر السوق، إذا ما رغبت الحكومة في نجاح الاكتتاب .

١. حجم الإصدار:

تتباين إصدارات السندات الحكومية فيما بينها من حيث الحجم إلى حد كبير، وتستطيع حكومات الدول الاقتصادية الكبرى، إذا رغبت في ذلك، أن تقوم بإصدارات ضخمة للسندات، كما قد تقوم بإصدار أكبر عدد من السندات من الممكن أن تستوعبه السوق في مرة واحدة دون الحاجة لدفع عائدات أعلى للمستثمرين. وبشكل عام فإنه كلما كان حجم إصدار السندات الحكومية كبيراً كلما كان أكثر جذباً للمستثمرين ويلقى رواجاً أكبر في السوق، والقاعدة العامة تقول إن الإصدارات الصغيرة للسندات يقل رواجها في السوق بالمقارنة بإصدارات الكبيرة للسندات، ويمثل حجم إصدار السندات الحكومية مبلغ القرض الذي تصدر به هذه السندات، وقيمة هذا المبلغ إما أن تكون محددة منذ البداية ويعرف عندها بالقرض محدد القيمة ، وإما أن تكون غير محددة ويعرف عندئذ بالقرض غير محدد القيمة .[١]

فالقرض محدد القيمة هو المبلغ الذي تحدد الدولة قيمته في نشرة الإصدار بشكل مسبق، ويقفل الاكتتاب به بمجرد تغطيته، أو بانتهاء المدة المحددة للاكتتاب، وإذا زاد المبلغ المكتتب به عن المبلغ المحدد، تخفض الاكتتابات بنسبة تغطية القرض[٢]، ويتم هذا التخفيض إما عن طريق تخفيض القيمة الاسمية للسند بإتباع طريقة حسابية واحدة تسري على كافة المكتتبين في سندات القرض، أو عن طرق تخفيض قيمة الاكتتابات التي تزيد عن مبلغ معين، حتى يشمل التخفيض كافة الاكتتابات مرتفعة القيمة، **أما القرض غير محدد القيمة**، فان الحكومة لا تحدد فيه قيمة القرض وإنما تحدد مدة معينة تقبل فيها جميع الاكتتابات مهما كان مقدارها، وتلجأ الحكومة إلى هذا الطريقة إذا خشيت من عدم إمكان تغطية المبلغ الذي تحدده من قبل المكتتبين بشكل كامل[٣].

٢. سعر الفائدة:

يطلق على معدل فائدة السند سعر كوبون الفائدة أو كوبون السند، ويتم التعبير عن هذا السعر بنسبة مئوية للسنة الواحدة مضافاً للقيمة الاسمية للسند، ويتم تحديد موعد سداد الفائدة اعتماداً على نوع سوق السندات. ويختلف تاريخ سداد هذه الفائدة وفقاً لإصدار كل سند.

[١] كويل ،برايان، "السندات الحكومية" ، مرجع سابق ، ص ٣٣.
[٢] الناصر ، ناصر عبيد،" المالية العامة "، مطبعة الداودي ، دمشق ، ١٩٩٨، ص ١٦٥.
[٣] ناشد ، سوزي عدلي ،" المالية العامة" ، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت ،٢٠٠٣، ص ٢٥١.

هذا وتحدد الحكومة في نشرة الاكتتاب عند إصدار السندات معدل الفائدة الاسمي الذي يحمله السند، وتأخذ الحكومة في الحسبان عند تحديد معدل الفائدة الاسمي حالة السوق المالي، ومركزها المالي، ومقدار المبلغ المطلوب ومدة القرض واحتمالات تغيير معدلات الفائدة والتسهيلات التي تقدمها للمقرضين، ومقدار عرض النقود وطلبها، كما تقوم الحكومة بتحديد مواعيد دفع الفوائد التي تستحق على السندات في المستقبل، والتي قد تدفع على أقساط سنوية، أو على أقساط نصف سنوية كل ستة أشهر وذلك حتى لا يتضرر صغار حملة السندات إذا طالت المدة عن ذلك. [١]

٣. سعر الإصدار:

تحدد الحكومة في نشرة الاكتتاب عند إصدار السندات سعر الإصدار الاسمي، فإذا تم الاكتتاب بسعر الإصدار الاسمي، فان القيمة الاسمية للسند تكون معادلة للقيمة الفعلية التي تقبضها الحكومة ثمناً لهذا السند، وهذا السعر يطلق عليه سعر التكافؤ . وقد يتم الاكتتاب على السندات الحكومية بسعر يقل عن سعر التكافؤ، حيث تبيع الحكومة السندات المصدرة بقيمة تقل عن قيمتها الاسمية، وذلك تشجيعاً للمستثمرين على الاكتتاب بها، إذ سيحصل حامل السند عند تسديد السندات على مبلغ يزيد عن المبلغ الذي اكتتب به، وهذا الفرق بين القيمتين يسمى علاوة تسديد[٢]، وإذا ما صدر القرض بسعر يقل عن سعر التكافؤ، فان معدل فائدته يكون عادة أقل من المعدل الجاري للفائدة في السوق، وتلحق هذه الطريقة ضرراً بالحكومة حيث ستصبح مدينة أكثر مما تسلمته من أموال، وهذا يزيد من تكلفة الاقتراض بالنسبة للحكومة كما أنه يصب في مصلحة المكتتبين بالسندات [٣].

٤. شكل السندات:

عند إصدار أي سند، تتم دعوة المستثمرين للاكتتاب في الحد الأدنى من السندات بالقيمة الاسمية أو بمضاعفات تلك القيمة، وذلك بوضع قيم اسمية مختلفة. وبتالي قد تصدر السندات الحكومية ضمن فئة واحدة تتساوى فيها القيمة الاسمية لكل السندات مثلا(١٠٠٠ل .س)، أو قد تصدر ضمن فئات متعددة من مضاعفات القيمة الاسمية للسند، بحيث تكون هذه القيم لبعض السندات (١٠٠٠ل.س) ، وبعضها الآخر (١٠٠٠٠ل.س) ، ويُفضل دائماً أن لا تكون القيمة الاسمية للسندات عالية جداً، وذلك من أجل سهولة الاكتتاب بها من قبل المستثمرين وأيضاً من أجل

---

[١] كويل ،برايان،" السندات الحكومية"، مرجع سابق، ص١٧.
[٢] المهايني، محمد: الجشي، خالد : الخطيب: خالد،" المالية العامة والتشريع الضريبي"، مرجع سابق، ص ٢٧٨.
[٣] الناصر ، ناصر عبيد،" المالية العامة"، مرجع سابق، ص ١٦٦.

سهولة تداولها في الأسواق المالية، كما ويفضل أيضاً أن لا تكون قيمتها منخفضة حتى لا تحل محل النقود في التداول .

ويرفق عادة بكل سند مصدر قسائم (كوبونات) يكون عددها مساوياً لعدد الأقساط المحددة للتسديد، ويحمل كل منها تاريخ استحقاق محدد، حيث يستطيع حامل السند عند حلول تاريخ الاستحقاق أن يفصل هذه القسائم ويسلمها إلى الخزينة العامة أو المصرف الذي ينوب عنها لكي يقبض قيمتها من رأس المال والفوائد، أو من الفوائد فقط، ويستطيع أيضا خصمها لدى المصارف قبل تاريخ الاستحقاق فهي تعتبر بمثابة ورقة مالية [١].

وهذه السندات إما أن تكون اسمية، أو لحاملها، أو تكون مختلطة حيث تكون اسمية بالنسبة إلى المبلغ المكتتب به، فتقيد أسماء مالكيها في سجل خاص للدين، ولا تنتقل ملكيتها إلا بعد تغيير البيانات المدونة في سجل الدين، وتكون لحاملها بالنسبة إلى تحصيل الفوائد، بحيث تدفع الفائدة لحامل القسيمة المرفقة بالسند دون التحقق من شخصيته[٢] .

٥. تاريخ استحقاق السندات:

يعني تاريخ الاستحقاق الفترة مابين إصدار السند وحتى حلول تاريخ استرداده. غالباً ما تحدد تلك الفترة عند إصدار السندات الحكومية لتكون فترة طويلة بعض الشيء، نظراً لأن الحكومة عادة ما تكون في حاجة لتمويل طويل الأجل، فطالما أن معدلات الفائدة الموضوعة للسند وقت صدوره غير مرتفعة، فمن الأفضل إصدار سندات طويلة الأجل عن إصدار سندات قصيرة الأجل، فلا تضطر الحكومة في حال الحاجة لمزيد من التمويل إلى إصدار سندات جديدة تتبع إصدار سابق عليها عند حلول تاريخ استحقاق السندات السابقة. هذا ويتحدد تاريخ استحقاق السندات وفقاً لما يفضله المستثمر، وتعد المؤسسات المالية من أكثر الجهات إقبالاً على السندات طويلة الأجل.[٣]

ثانياً: طرق إصدار السندات الحكومية:

هناك طرق عديدة تستخدمها الحكومات في مختلف بلدان العالم - سواء أكانت متقدمة أو نامية - من أجل طرح سندات القرض العام على الجمهور، وهذه الطرق هي :

---

[١] المهايني،محمد: ،الجشي، خالد ، الخطيب ، خالد،" المالية العامة والتشريع الضريبي" مرجع سابق، ص ٢٧٩-٢٨٠.
[٢] ناشد ، سوزي عدلي،" المالية العامة "،مرجع سابق ، ص ٢٥٢-٢٥٣.
[٣] كويل ،برايان،" السندات الحكومية "، مرجع سابق ، ص٢٠-٢١.

١- الاكتتاب العام (البيع المباشر) :

تقوم الحكومة بطرح السندات مباشرة إلى الجمهور للاكتتاب بها، حيث تقوم من خلال وسائل الإعلام المختلفة بالإعلان عن القرض مع تحديد ميعاد بداية الاكتتاب ونهايته، والشروط والمزايا التي تمنح للمكتتبين، وتوفر هذه الطريقة على الدولة مبالغ العمولة التي يتقاضاها الوسطاء في حال قاموا هم بتسويق القرض وطرحه على الجمهور، كما أنها تضمن رقابة فعالة على عملية الإصدار، ومع ذلك فإنها لا تخلو من بعض المخاطر المتمثلة في عدم تغطية القرض بشكل كامل مما يضعف الثقة بالحكومة، ولذلك يشترط لنجاح هذه الطريقة أن تتوفر لدى جمهور المكتتبين ثقة كاملة في مالية الحكومة [١].

وهناك طرق عديدة يتم بها طرح السندات على الاكتتاب العام، فإما أن يتم الاكتتاب بسعر ثابت أو عن طرق المزادات (Auctions) :

أ- الاكتتاب بسعر ثابت:

تقوم وزارة المالية بالإعلان عن الإصدارات الجديدة من السندات الحكومية في نشرة اكتتاب بسعر ثابت، وقد يتم تحديد سعر الإصدار الجديد بالرجوع إلى أسعار إصدارات مرجعية سابقة موجودة في السوق ولها نفس تاريخ الاستحقاق .وتعتبر العروض ذات الأسعار الثابتة غير شائعة نسبياً لدى أغلب الحكومات وذلك لأن هذه العروض قد لا تحدد سعر الإصدار بشكل صحيح، فإذا كانت السوق غير مستقرة عند إصدار السندات، فقد يحدث تغير مفاجئ في أسعار الفائدة مما قد يزيد من الإقبال على شراء السندات أو قد يقلل من الإقبال على شرائها، فإذا كان سعر الإصدار مرتفعاً فان معظم إصدارات السندات لن تباع، أما إذا كان سعر الإصدار منخفضاً فإن الحكومة سوف تدفع تكلفة اقتراض أعلى مما ينبغي[٢].

ب- الاكتتاب عن طريق المزادات (Auctions) :

تمثل المزادات التقنية الأكثر استخداماً من قبل معظم الحكومات لطرح سندات القرض على الاكتتاب العام، نظراً لما تتمتع به من مزايا على صعيد تعزيز التنافس والشفافية، وهناك بشكل عام طريقتان للمزاد:

- طريقة السعر الموحد (Uniform-price) .
- طريقة الأسعار المتعددة (Discriminatory-Price) .

---

[١] ناشد ، سوزي عدلي ،"المالية العامة" ، مرجع سابق، ص ٢٥٤.
[٢] كويل ،برايان، السندات الحكومية، مرجع سابق، ص ٣٦.

وفقا لهاتين الطريقتين ترتب العطاءات (Bids) ترتيباً تنازلياً، بحيث يتم تخصيص الأوراق المالية للمشاركين الذين قدموا السعر الأعلى، على أن يقوم المشاركون في المزاد جميعاً - في طريقة السعر الموحد، بدفع السعر الذي يساوي أدنى سعر قدم من قبل المشارك الفائز، وأما في طريقة الأسعار المتعددة ، فان المشاركين يقومون بدفع السعر الذي حدد من قبل كل واحد منهم في العطاء الذي قدمه[1] .

وإن لكل واحدة من طريقتي عرض الضمانات على الاكتتاب العام مزايا عديدة، كما أن لكل واحدة منهما مساوئ سوف نعرضهما في الجدول التالي:

الجدول رقم (1): المزايا والمساوئ لطريقة التسعير الموحد والمتعدد للمزادات

طريقة الأسعار المتعددة مقابل طريقة السعر الموحد : المزايا والمساوئ	
طريقة الأسعار المتعددة	**طريقة السعر الموحد**
١. تعزز التنافس في السوق لأن كل مشارك يحرص على نجاح وقبول عرضة . ٢. تشجع المشاركين على جمع المعلومات والتحليل مما يؤثر إيجابياً على تطور السوق. ٣. تعظم الدخل عند الحكومة عند مستوى طلب معين (استغلال فائض المستهلك) . ٤. تحفز عملية التداول بعد المزاد (تنشط السوق الثانوية) . ٥. تناسب حالة الأسواق الضيقة أو الصغيرة، وفي حالة عدم اليقين حول الأسعار . ٦. عيبها الأكبر أنها تعاقب هؤلاء الذين يتقدمون بأسعار أعلى من السعر الأدنى الفائز، ما يسمى بلعنة الفائز (Winner,s Curse) ، مما قد يؤثر سلباً على الطلب	١. تحل مشكلة لعنة الفائز الموجودة في طريقة الأسعار المتعددة . ٢. تشجع على مشاركة أوسع من قبل المتعاملين وتزيد من الطلب . ٣. تزيد في المتوسط من دخل الحكومة من المزادات . ٤. عيبها الرئيسي أنها قد تشجع على تحالف العارضين لتوجيه الأسعار وخصوصاً في الأسواق الصغيرة .

المصدر: برنية ،محمد يسر، "تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية ودور السلطات النقدية "صندوق النقد العربي، أبو ظبي، ٢٠٠٤،ص ٦٥.

---

[1] Leonardo Bartolini and Carlo Cottarelli **: Designing Effective Auctions for Treasury Securities**. Federal Reserve Bank of New York. July 1997. Pages1-2

- **وتقسم العطاءات إلى نوعين هما:**

a. **العطاءات التنافسية (Competitive Bids):** وتعرف على أنها العطاءات التي يقوم فيها المستثمرون بتحديد سعر الورقة المالية (security) التي يرغبون بشرائها، ويتم تخصيص الأوراق لهم إذا كان السعر المحدد من قبلهم يقع ضمن سعر القطع (Cut-of Price)، وهؤلاء المستثمرون يكونون عادة من البنوك والمؤسسات المالية والمتعاملين الأوليين (Primary Dealers)[١].

b. **العطاءات غير التنافسية (Non-competitiv Bids)** : وتعرف بأنها العطاءات التي تمنح صغار المستثمرين أو مستثمري التجزئة والجملة فرصة المشاركة في المزادات دون تحديد السعر في العطاء المقدم من قبلهم، ويتم تخصيص الصكوك لهم على أساس سعر يعادل المتوسط المرجح (Weighted Average Price) لأسعار العطاءات التنافسية الفائزة في المزاد [٢].

٢- الاكتتاب عن طريق المصارف:

تقوم الحكومة وفق هذه الطريقة بالاتفاق مع مصرف أو مجموعة من المصارف أو البيوتات المالية (Syndicat) على أن تقوم هذه المصارف أو البيوتات المالية بدور الوسيط في عملية تغطية القرض وذلك عن طريق شراء السندات من الحكومة بقيمة تقل عن سعر التكافؤ، ثم تقوم هي بتسويقها للجمهور بالسعر الذي تراه مناسباً، وبذلك يحصل هذا الوسيط على عمولة مالية (الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع للجمهور) لقاء سمسرة البيع والمخاطرة التي يتحملها في حال عدم اكتتاب الجمهور بكامل القرض[٣]، وتمتاز هذه الطريقة بأنها تشجع الاكتتاب على السندات بمنحها الثقة إلى المصارف، كما أنها تسرع من عملية حصول الحكومة على أموال القرض ويوفر عليها عناء تصريف السندات، ولكن يعاب عليها حصول المصارف على عمولة كبيرة ناتجة عن شرائها للسندات بقيمة تقل عن قيمتها الاسمية مما يقلل من حصيلة إيرادات القروض.

1. RESERVE BANK OF INDIA**:"Internal Debt Management Department Mumbai"** : A Primer on Government Securities Market . Mumbai .September 2008, page 15.

[2]Simon Gray :**GOVERNMENTSECURITIES"PRIMARY ISSUANCE"** Bank of England, July 1997. Pages15-16.

[٣] الناصر، ناصر عبيد،" المالية العامة "، مرجع سابق ، ص ١٦٨-١٦٩.

٣- البيع في الأسواق المالية " البورصة ":

وفق هذه الطريقة تقوم الحكومة بعرض سندات القرض في سوق الأوراق المالية، وتبيعها بدفعات صغيرة بالسعر الذي يحدده السوق، وتلجأ الحكومة لهذه الطريقة عندما يكون مبلغ القرض قليلاً، أو عندما لا تكون الحكومة بحاجة سريعة أو عاجلة إلى المال[١] .

وتمتاز هذه الطريقة بأن الحكومة تستطيع أن تبيع سندات القرض في السوق المالي مستفيدة بذلك من تغيرات الأسعار التي تحدث في السوق، إلا أنه يعاب عليها أنها تقتصر فقط على القروض الصغيرة أو المقسمة إلى دفعات صغيرة يمكن عرضها بالتتالي، لأن عرض كميات كبيرة من السندات الحكومية في السوق يؤدي إلى انخفاض سعرها وسعر السندات المالية الأخرى، لذلك فان استخدام هذه الطريقة محدود جداً [٢].

٤- إصدار السندات الدولية:

يتولى مسؤولية كل إصدار من إصدارات السندات الحكومية مصرف أو مجموعة مصارف دولية " Syndicat International " تقوم بترتيب كافة الإجراءات المتعلقة بإصدار السندات وإدارة عملية الإصدار نيابة عن مصدر السند، حيث تقدم النصيحة والمشورة لمصدري السندات فيما يتعلق بتحديد شروط وبنود الإصدار التي ستؤدي إلى زيادة إقبال المستثمرين عليه ورواجه، مثل العملة التي ينبغي إن يتم إصدار السندات بها، ومعدل الفائدة " سعر الكوبون " والقيمة الاسمية " سعر الإصدار ". كما أن هذه المجموعة المصرفية تساعد محرري السندات بالحصول على مراكز ائتمانية للسندات، حيث تختلف المراكز الائتمانية للسندات بحسب قوة الاقتصاد في الدولة المصدرة للسند، فعادة ما تأخذ السندات الصادرة عن حكومات الدول المتقدمة اقتصادياً مركزاً ائتمانياً مرتفعاً مقارنةً بالسندات الصادرة عن حكومات الدول المتخلفة اقتصادياً، عند تولي هذا المصرف المدير للقروض مسؤولية الإصدارات، عليه أن يقوم بتشكيل اتحاد دولي من عدة بنوك استثمارية أخرى للمشاركة معه في إدارة الإصدار، وسيقوم الاتحاد بعرض السندات للمستثمرين في مختلف دول العالم مستخدماً قوائم سبل الاتصال بالعملاء، حيث يقوم المدراء المشاركون بتنفيذ مهمتين[٣]:

- بيع السندات سواء بطريق مباشر للمستثمرين أو بعرضها في بنوك أخرى، بحيث يمكن بيعها لعملاء تلك البنوك.

---

١ ناشد ، سوزي عدلي ،" المالية العامة" ، مرجع سابق ،ص ٢٥٥.
٢ المهايني، محمد: الجشي، خالد: الخطيب، خالد،" المالية العامة والتشريع الضريبي"، مرجع سابق ، ص ٢٨١.
٣ كويل، برايان، "السندات الحكومية."، مرجع سابق ، ص ٤٣-٤٤.

- ضمان الإصدار أو العمل على إيجاد بنوك أخرى تقوم بضمان الإصدار.

ثالثاً: المشاركون في المزاد Participation:

تسمح بعض الدول لكافة الأطراف بالمشاركة في المزاد، بينما يحدد بعضها الآخر المشاركة في المزاد لأطراف معينة فقط مثل:

- المؤسسات المالية.
- المصارف.
- المتعاملين الأوليين.

ويجب على الحكومة عند تحديد الأطراف الذين يحق لهم المشاركة في المزاد، أن تفاضل بين مزايا توسيع نطاق المشاركة في السوق وبين مساوئ هذا التوسيع، حيث أن توسيع نطاق المشاركة يؤدي إلى زيادة التنافسية في السوق وتحقيق توزيع أفضل للسندات، ولكن من الناحية الأخرى قد يؤثر ذلك سلباً على نظام المدفوعات والتسوية.

تقوم بعض الدول أيضاً بوضع سقوفاً تحدد حجم العطاءات المقدمة من قبل المستثمرين وذلك للحد من المخاطر التي تنشأ عن التلاعب والاحتكار، وهذه السقوف تتراوح لدى أغلب الدول بين (20-30 %) من الحجم الكلي للعطاءات الفائزة، كما تقوم بعض الدول بالسماح بالعطاءات غير التنافسية بنسبة محددة من إجمالي العطاءات تمثل عادة (20 %)، وذلك تشجيعاً لصغار المستثمرين على المشاركة في السوق، وحماية لهم من أعباء لعنة الفائز (Winner,s Curse) ، وضماناً لنفاذ كامل كمية الإصدار.

وتسعر السندات المخصصة ضمن العطاءات غير التنافسية بسعر يمثل سعر القطع (حالة السعر الموحد)، أوالمتوسط المرجح لأسعار العطاءات التنافسية الفائزة (حالة الأسعار المتعددة).

هذا ويسمح للمتعاملين الأوليين بالمشاركة في العطاءات غير التنافسية ليشكل ذلك حافزاً لهم لقاء قيامهم بدور صانع السوق (Market,s Maker)[1].

وتبرز من جانب آخر أهمية السماح للمصرف المركزي بالمشاركة في العطاءات غير التنافسية، وذلك لغايات إدارة السيولة، وتمنع أغلبية الدول المصارف المركزية من المشاركة في

---

[1] M. S. Mohanty : **Improving liquidity in government bond markets**: what can be done. **P** 61-62

مزادات الأوراق المالية الحكومية من أجل تمويل عجز الحكومة، إلا أن عدد من هذه الدول يسمح بذلك ضمن شروط محدده من أجل إدارة السياسة النقدية، وخصوصاً في البلدان النامية التي تعاني من محدودية الأدوات الأخرى المتاحة للسلطات النقدية، ومن أهم هذه الشروط أن تكون المشاركة عبر العطاءات الغير تنافسية لكي لا تؤثر هذه المشاركة على التسعير، بالإضافة إلى ضرورة أن تكون هذه المشاركة مصحوبة بالشفافية والإفصاح الكاملين [١] .

رابعاً: نظام الوسطاء الأوليين (Primary dealer system):

إن الهدف الأساسي لمديري الدين العام الحكومي يكمن في تمويل احتياجات الحكومة بأقل تكلفة ممكنة، ومن أجل تحقيق هذا الهدف لجأت الكثير من الدول إلى الاعتماد على مؤسسات مالية مؤهلة بشكل كبير، وذلك من أجل لعب دور هام يتمثل بالتخصص في وساطة الأوراق المالية الحكومية بين السلطات المصدرة لهذه الأوراق المالية من جهة ، وبين السوق من جهة أخرى.[٢]
وتقدم هذه المؤسسات المالية (primary dealers) كثيراً من المزايا لهذه الدول تتمثل في :

١. تطوير السوق الأولي وتوسيعه وذلك لأن هذه المؤسسات المالية تضمن النفاذ الاختياري لإصدارات الأوراق المالية الحكومية بأعلى سعر ممكن عن طريق توسيع نطاق المشاركة في مزادات الأوراق المالية الحكومية .
٢. تطوير السوق الثانوي وتعزيز عمقه وسيولته عن طريق قيام هذه المؤسسات المالية بدور صانع السوق (market-maker) ، وبالتالي تزيل المشاكل الناجمة عن التعارض في الأهداف الكامنة في إيكال مهمة صناعة السوق إلى المصارف، وتشكل هذه الميزة أهمية كبيرة للبلدان النامية حيث تعفي المصارف المركزية من الحاجة للعب دور صانع السوق والذي قد يتعارض مع أهدافها الرئيسية [٣].
٣. السماح لشركات أجنبية بلعب دور المتعاملين الأوليين (primary dealers) في السوق سوف يعزز التنافسية، حيث ستساهم في إدخال أموال كبيرة إلى السوق تؤدي عن طريق زيادة التنافسية إلى تخفيض العمولات، مما يساعد بدوره على تقليل تكاليف التداول في السوق الثانوية وتحفيز السوق الأولية بشكل غير مباشر.

---

[١] برنية، محمد يسر، " تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية ودور السلطات النقدية "صندوق النقد العربي، أبو ظبي، ٢٠٠٤،ص ٧٢.
[2] Robin McConnachie **: Primary Dealers in Government Securities Markets**.Bank of England. London. May 1996. **P** 6
[3] M. S. Mohanty : **Improving liquidity in government bond markets**. op.cit; **P** 62-63

وعلى الرغم من المزايا التي سبق ذكرها إلا أن اللجوء إلى الوسطاء الأوليين (primary dealers) يكتنفه بعض **العيوب** التي تتمثل في إمكانية احتكار شركة أو شركات قليلة الوساطة في السوق، مما قد يعيق المنافسة، ويضر بمصلحة الحكومة والمستثمرين، إذ قد تتلاعب هذه الشركات بأسعار المزاد بشكل يؤدي إلى تخفيضها، ومن ثم تقوم ببيع الأوراق المالية في السوق بسعر أعلى [١].

ويتعين على الوسطاء الأوليين تحمل مجموع من الالتزامات والمسؤوليات التي تختلف من دولة لأخرى وأهمها :

١. المشاركة باستمرار في المزادات عن طريق شراء السندات الحكومية المصدرة، ويتحدد نطاق المشاركة بحجم أو نسبة معينة من الإصدارات خلال فترة زمنية محددة (سنة مثلا) أو بنسبة معينة من كل إصدار، وهناك دول لا تفرض قيوداً كمية على هذه المشاركة بل بالاستناد إلى تفاهم ودي بالمشاركة الإيجابية والفعالة في الإصدارات الأولية .

٢. القيام بوظيفة صناعة السوق حيث تلزم بعض الدول الوسطاء الأوليين بضرورة نشر سعرين للشراء والبيع باستمرار في السوق الثانوية مع تحديد سقوف للهامش بين السعرين، أو تحديد حصة من نشاط التداول في السوق ينبغي المحافظة عليها، فيما لا تفرض في المقابل دول أخرى أي قيود على هؤلاء الوسطاء بهذا الشأن . [٢]

خامساً: تقييم أذون وسندات الخزينة:

إذا كان السعر الاسمي للسندات يتم تحديده في بداية حياة الإصدار والسعر السوقي هو الذي يتم تحديده بموجب آلية العرض والطلب في السوق، فإن القيمة الحقيقية ما هي إلا "القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من السند خلال فترة زمنية معينة". [٣]

أو هي عبارة عن "القيمة الحالية لتيار مدفوعات الفائدة الثابتة مضافاً إليها القيمة الحالية للقيمة الاسمية للسند في نهاية فترة الاستحقاق". [٤]

---

[1] Robin McConnachie : **Primary Dealers in Government Securities Markets**, op.cit; **P** 8-9.

[٢] برنية ،محمد يسر، "تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية" ، مرجع سابق ،ص٧٧-٧٨.

[٣] عبيد، سعيد توفيق، "الاستثمار في الأوراق المالية" ، القاهرة، مصر، ١٩٩٨، ص ٣٣١.

[٤] شاكر، نبيل، "الإدارة الفعالة للأموال والمشروعات، منهج تنمية القدرات المعرفية والمهارية" ، مكتبة عين شمس القاهرة، مصر ٢٠٠٠، ص ٣٩٣.

ولكون هذه القيمة تستخدم في الضبط والرقابة على القيمة السوقية لاتخاذ قرار البيع أو الشراء فإن التعرف عليها يعد من ضرورات الاستثمار في الأوراق المالية.

وذلك لأن الاطمئنان لأسعار السوق عند اتخاذ قرار بيع أو شراء الورقة المالية يتحدد في مدى قربها أو بعدها عن القيمة الحقيقية التي تقابلها، وبما أن الأسعار السوقية يمكن تحديدها بمجرد الإطلاع على نشرة البورصة، والسعر الاسمي هو السعر المحدد بموجب نشرة الإصدار والسند نفسه، فإن القيمة الحقيقية لا يمكن تحديدها إلا من خلال حاصل ضرب العائد النقدي في معامل القيمة الحالية لدفعة متكررة مضافاً إليه حاصل ضرب القيمة الاسمية في معامل القيمة الحالية وعندها يستطيع المستثمر أن يتخذ قرار الاستثمار الذي يتلاءم ومصالحه الذاتية في ضوء المقارنة بين ما هو معلن وما هو محسوب وذلك باستخدام المعادلة التالية:[1]

ق ح = ف × م ق ح د =(ن،م) + ق أ × م ق ح د غ (ن،م)

حيث أن:

ق ح: القيمة الحقيقية للسند.

ف: قيمة الفائدة السنوية.

م ق ح د: معامل القيمة الحالية لدفعة متكررة.

ن: فترة السند المتبقية عن تاريخ الاستحقاق.

م: معامل الخصم أو معدل العائد المطلوب.

ق أ: القيمة الاسمية للسند.

م ق ح د غ: معامل القيمة الحالية لدفعة غير متكررة.

[1] الشواورة، فيصل محمد، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية "الأسس النظرية والعملية" دار وائل للنشر،الأردن، ٢٠٠٨، ص ٩٣-٩٤.

سادساً: شروط وجود سندات قوية: [1]

ترتكز قوة السندات على ثلاث ركائز رئيسية هي:

١. الضمان: ويتمثل في ملاءة وجودة التصنيف الائتماني للجهة المصدرة للسند، وإحكام صياغة شروطه، وتوافر الشروط التأمينية التي تحمي حامل السند.

٢. العائد: ويتمثل في مساواته بالعائد الذي يحدده السوق وفقاً لجودة درجة التصنيف الائتماني للمصدرة وأجل الإصدار.

٣. السيولة: وتتمثل في قدرة حامل السند على بيعه في أي وقت يشاء بلا عناء.

والسندات شديدة الارتباط بهذه الركائز، وأي خلل أو ضعف في إحداها سوف يؤدي إلى انكسار أو ضعف سوق السندات وتراجع فوائدها ودورها.

لذلك من المهم التأكيد على هذه الركائز وتوفيرها، مع الإشارة إلى ضرورة توفير عدد من المقومات التي تساعد في توطيد هذه الركائز ودعمها، ومنها:

أ- إقامة شركات تهتم بصناعة سوق السندات.

ب- إعداد تشريعات خاصة بنظم تداول وتسعير السندات بالبورصة.

ت- ونشر ثقافة جماهيرية بالسندات.

[1] صارم، سمير،"١٠٠ سؤال..وسؤال حول (البورصة)"، دار الرضا للنشر، دمشق، ٢٠٠٧، ص ١٢١.

المبحث الثالث

إجراءات تداول وتسوية الأوراق المالية الحكومية

مقدمة:

يتم تداول الأوراق المالية الحكومية في السوق الثانوي بعد إصدارها في السوق الأولي، حيث يوفر هذا السوق آلية مهمة لانتقال وتداول الأوراق المالية الحكومية إلى نطاق من المستثمرين أوسع من المستثمرين في السوق الأولي .

ويُعرف السوق الثانوي بأنه السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية الصادرة، ويدعى أيضا ببورصة الأسهم، حيث يتم فيه تداول الأسهم والسندات التي تم إصدارها في السوق الأولي بالإضافة إلى بعض المشتقات المالية مثل خيارات الأسهم " Put and Call Options " والعقود المستقبلية السلعية والمالية "Financial Derivatives" .

والمتعاملون الأساسيون في السوق الثانوي هم المستثمرون وليسوا الشركات المصدرة للأوراق المالية، حيث يقوم المستثمر بشراء وبيع الأسهم والسندات التي تم إصدارها في السوق الأولي، وتعود حصيلة التدفقات النقدية الناتجة عن هذه العمليات إلى المستثمر نفسه وليس إلى الجهة المصدرة للأوراق المالية، وهناك نوعين من المستثمرين في هذا السوق :

- أفراد
- مؤسسات : مثل صناديق الاستثمار و صناديق التقاعد و شركات التأمين والمؤسسات مالية و شركات أعمال ... الخ [١] .

هناك عدة منافع متحققة من وجود الأسواق الثانوية [٢]:

١. اكتشاف الأسعار (Price Discovery): بمعرفة سعر السوق حيث يرغب المشاركون بالتعامل الحالي بالأوراق المالية فإنه يمكننا استنتاج معدل العائد المطلوب للأوراق المالية التي يمتلكها المستثمرون.
٢. تخفيض تكاليف التداول (Riduce transaction costs): وذلك من خلال خلق شبكة أعمال (Network) تجمع بين المشترين المحتملين والبائعين.
٣. تحسين التنويع (Diversification improvements): يشمل التنويع تملك أعداد كبيرة من أوراق مالية مختلفة ويعتبر مبدأ رئيسي في تخفيض مخاطر المحفظة

[١] الميداني ، محمد أيمن عزت ،" تطوير أسواق الرأسمال في سورية "، الثلاثاء الاقتصادي ،٢٠٠٢.
[٢] الراوي، خالد وهيب ،" إدارة المخاطر المالية" ، مرجع سابق، ص ٨٨-٩٠.

الاستثمارية،صحيح أن تحقيق التنويع يمكن أن يتم من خلال الشراء من الأسواق الأولية، ولكن بالنسبة لبعض المستثمرين الصغار فإنه من السهل عليهم تحقيق مستويات معقولة من التنويع عند التعامل في الأسواق الثانوية وقد يعود السبب إلى التعامل بأحجام صغيرة من الأوراق المالية.

٤. السيولة (Liquidity): أحد الأسباب الشائعة من وجود الأسواق الثانوية هو في السيولة النقدية التي توفرها هذه الأسواق، فالورقة المالية التي تتصف بالسيولة العالية قد تباع فوراً وبدون تكلفة ففي الوقت الذي تزداد فيه التكلفة والوقت المستهلك في التداول فإن السيولة تنخفض، حيث أن المنافع من وجود أسواق سائلة أي ذات سيولة عالية تسمح للشخص بالتداول أو التعامل بالسوق عندما تظهر حاجة للنقد أو هناك فائض متاح من الأموال، هذا ولا توجد سوق ثانوية تامة السيولة (perfectly liquid) فإن معظم الأسواق تؤمن فرص ذات تكلفة قليلة (Low-cost) وسريعة (Rapid) للتعامل.

أولاً: أنظمة التداول:

تمثل أنظمة التداول الإطار الذي يلتقي من خلاله المتعاملون والوسطاء لإنجاز صفقاتهم، كما أنها تمثل النافذة التي من خلالها تتدفق المعلومات حول الأسعار ونشاط التداول .
وهناك نمطان رئيسيان للإطار المؤسسي لأنظمة التداول هذه وهما :

- السوق المنظمة في إطار البورصة (Organized Securities Exchanges): البورصات المنظمة تتألف من مؤسسات مركزية تتجمع فيها قوى العرض والطلب على الأوراق المالية القائمة في مكان واحد هو قاعة البورصة، وتتم عملية التداول في البورصات المنظمة من خلال نظام المزايدة (المزاد العلني) Auction .

وتتميز السوق المنظمة بمساهمتها في تحسين تدفق المعلومات عن نشاط التداول كما تساعد في التغلب على مشكلة احتكار السوق من قبل الوسطاء، وخصوصاً في حالة ضعف التنافس وصغر حجم السوق، لذلك فهي توفر الحماية لصغار المستثمرين وتساهم في تحسين السيولة من خلال تركيز نشاط التداول في مكان واحد، أما السوق غير المنظمة (OTC) فتتميز بأنها توفر للمتعاملين فرصة مباشرة للحصول على السيولة، كما أنها تخفف من أعباء المقاصة والتسوية، لذلك فهي تناسب بصورة أكبر المستثمرين الكبار وتجار الجملة [١].

---

[١] برنية ،محمد يسر،" تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية" ، مرجع سابق ،ص ٨٧.

- السوق غير المنظمة (Over-the-Counter Securities Markets):

فتتألف عادة من شبكة اتصالات إلكترونية (**Telecommunications Network**) موصولة إلى أماكن مختلفة، أي أنها غير محصورة في مكان واحد، وتتم عمليات التداول فيها بطريقة التفاوض (Negotiation) بين المستثمرين ووكلاء الأسهم (Dealer) الذين يعلنون أسعارهم (أسعار الطلب وأسعار العرض Bid and Ask Prices) على الكومبيوتر، لتحديد السعر النهائي للصفقة. [١]

ثانياً: أدوات وتقنيات التداول:

تُعدّ سوق الأوراق المالية الحكومية من أكبر الأسواق وأكثرها عمقاً وسيولة على مستوى العالم، كما وتعتبر الأوراق المالية الحكومية من أكثر الأدوات المالية أماناً على مستوى العالم .

١. الأدوات التي يتم الاتجار بها في السوق الثانوي: [٢]

إن النشاط الرئيسي في سوق الأوراق المالية الحكومية الثانوي يتضمن الاتجار في سوق النقد (cash market) للأذون والسندات ذات الإصدار الأحدث. وأيضاً يوجد سوق آخر نشيط جداً وهو سوق عند الإصدار (when-issued market) وهو يتضمن الاتجار بالأوراق المالية الحكومية خلال الفترة الممتدة بين تاريخ الإعلان عن إصدار جديد من السندات الحكومية وتاريخ إصدار هذه السندات .

وخلال الفترة الممتدة بين تاريخ الإعلان عن إصدار جديد وتاريخ إصدار السندات الحكومية قبل المزاد، فإن العملاء والزبائن يتعاقدون لشراء وبيع أوراق الخزينة على شرط قسائم العائد (yield quotes) ، وذلك لأن الكوبون والسعر لم يعرفا بعد. وبعد إعلان نتائج المزاد فإن إدارة الصفقات التجارية تتم بشرط السعر، حيث أن التسوية (Settlement) وهي تبادل الأوراق المالية الفعلية من أجل الدفع، وتعقد في تاريخ الإصدار بالعائد الذي نفذت به الصفقات التجارية التي حدثت قبل المزاد تتحول إلى أسعار .

بالإضافة إلى سوق النقد المعياري (standard cash market) ، بما يحتويه من سوق عند الإصدار(when-issued market)، فان سوق الأدوات المتطورة الأخرى والذي يرتكز على أوراق الخزينة قد تطور خلال السنوات الأخيرة، على سبيل المثال، سوق أوراق الخزينة

[١] الميداني ، محمد أيمن عزت،" تطوير أسواق الرأسمال في سورية "،مرجع سابق.

[2] DEPARTMENT OF THE TREASURY **:" Joint Report on the Government Securities Market"**, Washington, January 1992.pages55-56

المجزئة (STRIPS)، سوق الأدوات المشتقة (derivative instruments) الأسواق الآجلة (forwards) ، الأسواق المستقبلية (futures) ، الخيارات (options)، المقايضات (swaps) قد أصبحت منتشرة بشكل واسع.

٢. تقنيات التمويل (Financing techniques) :

إن الأسلوب الرئيسي للتمويل عن طريق سندات الخزينة هو اتفاقيات إعادة الشراء (repurchase agreements) أو الريبو، والمشاركون الرئيسيون في سوق الريبو هم السماسرة والعملاء والبلديات والمؤسسات المالية وصناديق التقاعد [١].

وتلعب الريبو دوراً رئيسياً في التخصيص الكفء لرؤوس الأموال في الأسواق المالية. وتستخدم بشكل واسع من قبل العملاء لتمويل دورهم في صناعة السوق وإدارة المخاطرة ونشاطات المضاربة، كما أنها توفر طريقاً آمناً وذي كلفة منخفضة لصناديق التقاعد ومؤسسات الإيداع وصناديق الإقراض الأخرى. كما تلعب الريبو دورًا رئيسياً أيضاً في عمليات السوق المفتوحة لأنها تؤثر في حجم الاحتياطيات في النظام المصرفي وبالتالي تؤثر في سعر الفائدة القصير الأجل [٢].

كما أن سوق الريبو يساهم في تعزيز سيولة السوق الثانوية للسندات الحكومية، وكذلك في إنشاء إدارة نشطة لدى الحكومة لإدارة الأرصدة النقدية وإدارة الدين العام، فمن جانب، يساهم استخدام الأوراق المالية الحكومية كضمانات لعملية الريبو مع السماح بمشاركة جهات وأطراف عديدة في هذه العمليات يساهم في تعزيز الطلب والتداول على هذه الأوراق في السوق الثانوية مما يساهم في تعزيز تنافسية هذا السوق، وهذا الأمر الذي ينعكس إيجابياً على أسعار الفائدة في السوق الأولي، وبالتالي على كلفة الدين العام. كذلك فإن استخدام عمليات الريبو من قبل السلطات في إدارة احتياجاتها قصير الأجل دون اللجوء إلى إصدارات أدوات الدين قصيرة الأجل مما يساهم في تعزيز عمق السوق من خلال تركيز الإصدارات من هذه الأدوات في استحقاقات معينة مما يمهد في اعتماد إصدارات مرجعية خاصة إذا ما اقترن ذلك بإجراءات تخفض من دورية مزادات أدوات الدين في السوق الأولي[٣] .

---

[1] DEPARTMENT OF THE TREASURY : "**Joint Report on the Government Securities Market** ".pages 59-60

[2] Michael J. Fleming, Warren B. Hrung, and Frank M. Keane **: "Repo Market Effects of the Term Securities Lending Facility"** ,Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, January 2010. Page 5

[٣] برنية ،محمد يسر،" تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية"، مرجع سابق ، ص٨٥.

ثالثاً: نظام المقاصة والتسوية (Clearing and settlement system) :

يمثل نظام مقاصة وتسوية الأوراق المالية الحكومية إلى جانب أنظمة التداول (بما في ذلك خدمات الحفظ والإيداع) الركن الأساسي للبنية التحتية اللازمة لسوق الأوراق المالية الحكومية. ويتوقف تصميم هذا النظام على اعتبارات عديدة تتمثل بما يلي:

- مخاطر النظام المالي والمصرفي .
- مستوى المنافسة في السوق.
- طبيعة المشاركين .

وبغض النظر عن هذه الاعتبارات، فإن القواعد الأساسية تلزم بوجود حسابات للسندات الحكومية بما يقود إلى تعاملات لا ورقية بهذه السندات، ومن شأن ذلك أن يساهم في تحسين سرعة وكفاءة عمليات تسوية الأوراق المالية الحكومية [١].

وتتضمن عمليات تقاص وتسوية تجارة الأوراق المالية الحكومية عدة مراحل رئيسية : [٢]

المرحلة الأولى: تتمثل بـ التأكيد (confirmation) على شروط التجارة من قبل مشاركي السوق المباشرين.

المرحلة الثانية: هي حساب التزامات الأطراف المشاركة الناتجة عن عمليات التأكيد وتعرف بالمقاصة (clearance).

المرحلة الثالثة: هي التحويل النهائي للأوراق المالية (التسليم delivery) في البورصة الذي يقابل التحويل النهائي للمبالغ (الدفع payment) من أجل تسوية (settle) الالتزامات المختلفة وتعرف بالتسوية (settlement).

كل من هذه الخطوات يمكن أن تتحقق بطريقة واحدة أو أكثر من طريقة، بالإضافة إلى أن هناك نشاطات مهمة أخرى يمكن أن تحدث ضمن أو تساعد كل من هذه المراحل، مثل هذه النشاطات تتمثل في التأكيد على تفاصيل التجارة بين مشاركي السوق المباشرين ومشاركي السوق غير المباشرين (المستثمرون المؤسساتيون والمستثمرون الأجنبيون والوكلاء الآخرون)، كما ويتم نقل أوامر التسويات المختلفة عن طريق الاتصال بمؤسسات إيداع الأوراق المالية

---

[١] برنية، محمد يسر،"تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية"، مرجع سابق، ص٨٩

[2] Bank for International Settlements : " **Recommendations for securities settlement systems"**, November 2001,Page37

المركزي (central securities depositories) و المتعهدين(custodians)الذين قد يوظفون من قبل المستثمرين من أجل حفظ أوراقهم المالية ومن أجل تسجيل ملكية حصصهم .

١. تأكيد الصفقات التجارية وأوامر التسوية:

(Confirmation of trade and settlement instructions)

حالما تعقد الصفقة التجارية، فان الخطوة الأولى من عمليات المقاصة والتسوية هي ضمان اتفاق الأطراف المختلفة (البائع والمشتري) على شروط الصفقة التجارية، وهذه الشروط تتضمن الأوراق المالية والسعر وكمية التبادل وتاريخ التسوية والأطراف المشاركة. ويمكن أن تتحقق عمليات تأكيد التجارة هذه بطرق مختلفة، وآلية الصفقات التجارية نفسها تحدد كيف يمكن أن تتحقق. فعلى سبيل المثال ، يمكن أن يقدم نظام تجاري إلكتروني خدمات التأكيد التجاري لطرفين مشاركين فقط، كما يمكن تأكيد صفقات تجارية أخرى من قبل البورصة أو شركات المقاصة أو المؤسسات التجارية ... الخ ، وذلك بناءً على المعلومات التي توفر لهم من قبل مختلف الأطراف المشاركة (counterparties). وفي السوق غير المنظمة، فإن كل طرف مشارك في الصفقة التجارية يجب أن يزود بقية الأطراف المشاركة الأخرى بشروط الصفقة عن طريق آلية معينة وذلك من أجل التحقق من هذه الشروط، وهذه الآليات يمكن أن تكون الفاكس أو رسائل SWIFT أو بعض الرسائل الإلكترونية وخدمات الاتصال المختلفة . وأثناء حدوث هذه العمليات، تقوم أيضا المكاتب الخلفية للأطراف المشاركة بشكل مباشر بالصفقات التجارية بإصدار أوامر التسوية، والتي تطلبها مؤسسات إيداع الأوراق المالية المركزية للقيام بالاتصال بينهم قبل أن تؤثر على أي تسوية [1]

٢. المقاصة (Clearance) :

بعد أن يتم تأكيد الصفقة التجارية، فان الخطوة التالية تكون هي المقاصة، حيث يتم بها حساب الالتزامات المختلفة للأطراف المشاركة في الصفقة من أجل القيام بالتسليم أو من أجل الدفع في موعد التسوية. و تحدث المقاصة بإحدى طريقتين، يمكن أن تحدث على أساس إجمالي (gross) أو على أساس صافي (net) .

ففي بعض الأسواق تقوم الأطراف المشاركة المركزية CCP (central counterparty) بالتوسط بين الأطراف المشاركة في الصفقات التجارية وذلك بأخذ التزامات أحد الأطراف المشاركة بالنسبة لعلاقتها مع الأطراف الأخرى. وبتحقيق القيمة الصافية للالتزامات الناتجة عن

[1] Bank for International Settlements : "**Recommendations for securities settlement systems"**, op.cit; Page37

الصفقات التجارية، فان استعمال CCP سيقلل من مخاطر الائتمان (كلاً من تكلفة الاستبدال والمخاطر الرئيسية) ومخاطر السيولة لمختلف الأطراف المشاركة في الصفقات التجارية، الإجراءات على أساس القيمة الصافية تزداد شيوعاً في أسواق الأوراق المالية ذات الحجم الكبير للصفقات التجارية، وذلك لأنها تقلل بشكل هام من الانكشاف الإجمالي[١] .

٣. التسوية (Settlement) :

إن تسوية تجارة الأوراق المالية تتضمن التحويل النهائي للأوراق المالية من البائع إلى المشتري والتحويل النهائي للأموال من المشتري إلى البائع . وتاريخياً فإن تحويل الأوراق المالية يتمثل في الانتقال المادي لشهادات ملكية الأوراق المالية (certificates).

في السنوات الأخيرة، كانت الأوراق المالية تحفظ في مؤسسات إيداع الأوراق المالية المركزية (CSD) على شكل قيد دفتري، ويحدث انتقال ملكية الأوراق المالية عن طريق قيد حسابي في الدفاتر التابعة لـ CSD، كما أن الـ CSD تقوم أيضا بتوفير حسابات مالية (funds accounts) وترخص بتحويل الأموال من خلال دفاترها الخاصة كوسيلة للدفع مقابل الأوراق المالية، وبدلاً من ذلك، قد يحدث تحويل الأموال عن طريق دفاتر تابعة لمؤسسات أخرى مثل المصرف المركزي والمصارف التجارية .

و تتعامل مؤسسات إيداع (CSDS) مع الأوراق المالية في سوقين هما:

- السوق المحلية المفردة (single domestic market).
- الأسواق المتعددة (multiple markets) :

ويتم تحقيق هذا الأمر عن طريق الربط بين مؤسسات إيداع الأوراق المالية المركزية المحلية (تنجز من قبل كل مؤسسة إيداع تقوم بفتح حساب مع الآخرين وتتصرف أيضاً كمتعهد"custodian" لزبائنهم الخاصين) ،أو قد تندمج العديد من الـ CSDS لتشكل مؤسسات إيداع أوراق مالية مركزية دولية ICSDs.

(International central securities depositories) والتي أُنشئت أيضاً لتقدم خدمات العهدة (custodial) والمقاصة والتسوية لمجموعة واسعة من الأوراق المالية في الأسواق المتعددة، و تقدم الـ ICSDs خدماتها عن طريق الارتباط بشكل مباشر أو غير مباشر (عن طريق مؤسسات العهدة المحلية local custodian) مع الـ CSDS المحلية، ويجب

---

[1] Bank for International Settlements : " **Recommendations for securities settlement systems"**, op.cit; Page37-38

على الـ CSDS أن تزيل المخاطر الرئيسية من خلال الربط بين تحويل الأوراق المالية وتحويل الأموال بطريقة تحقق التسليم مقابل الدفع (delivery versus payment)، والإطار القانوني والتعاقدي لهذه التقنية يضمن بأن تسليم الأوراق المالية يجب أن يحصل فقط عند استلام الأموال.

٤. الحفظ أو العهدة (Safekeeping or custody) :

هناك جزء من عمليات تسوية الأوراق المالية يستمر بعد التسوية النهائية وهو حفظ الأوراق المالية (Safekeeping). وبينما تحفظ الأوراق المالية عادة في مؤسسات إيداع الأوراق المالية المركزية CSDS، فإن العديد من حملة الأوراق المالية النهائيين هم ليسوا أعضاء مباشرين في هذه المؤسسات، لذلك فإن هناك مستثمرين يقومون بإنشاء علاقات تعهدية (custody relationships) مع أعضاء مؤسسات الإيداع، والذين يوفرون لهم خدمات الحفظ والإدارة المرتبطة بحيازة وتحويل الأوراق المالية[١].

رابعاً : الإصدارات المرجعية (benchmark) :

الإصدارات المرجعية لها دور مهم لعدة أسباب:

- ❖ إن تطوير إصدارات مرجعية ذات سيولة عالية للأوراق المالية الحكومية يساهم في تعزيز سيولة أسواق الأوراق المالية الحكومية.
- ❖ تُعدّ عاملاً مهماً من أجل تطوير منحنى عائد خالي من المخاطرة وتخفيض تكلفة خدمة المديونية الحكومية.
- ❖ كما إن توفير إصدارات مرجعية ذات فترات استحقاق مختلفة للأوراق المالية الحكومية يساعد على تطوير أسواق التحوط (hedging markets) وتطوير التجارة وزيادة حجمها حيث أن أسعار هذه الأوراق المالية تكون قادرة بشكل أكبر على أسر سعر الفائدة السوقي [٢] .
- ❖ تُستخدم الإصدارات المرجعية ذات السيولة العالية كمؤشر لتسعير أصول وأدوات مالية أخرى، مما يشجع على ظهور أسواق لهذه الأدوات، كما أن وجود مثل هذه الإصدارات يعزز من استخدام العديد من أدوات إدارة المخاطر، ومن أجل بناء إصدارات ومنحنى عائد مرجعي للأوراق المالية الحكومية يجب على الحكومة توحيد الإصدارات

[1] Bank for International Settlements :" **Recommendations for securities settlement systems"**, op.cit; Pages 29 -38
[2] M. S. Mohanty :" **Improving liquidity in government bond markets"**, op.cit; P 65-66.

الحكومية المتعددة وتركيزها في إصدارات لفترات استحقاق محددة وملائمة لوضع السوق ومرغوبة منه، وتحديد حجمها ودورية إصدارها بالاستناد إلى ظروف السوق.[١]

خامساً : طرق تسديد السندات الحكومية:

عند انتهاء أجل السندات الحكومية، تقوم الحكومة برد إجمالي المبلغ المقترض إلى المكتتبين به، وهناك أربع طرق رئيسية يتم بها سداد السندات وهي : الوفاء، التثبيت، التبديل، الاستهلاك .

١. الوفاء:

يقصد بالوفاء رد قيمة القرض بأكمله إلى المكتتبين به عند حلول موعد استحقاقه. ويجب هنا التمييز بين نوعين من القروض :[٢]

- قروض السندات الدائمة: حيث لا تحدد فيها الحكومة موعداً لتسديد السندات، ولكنها تستطيع متى توفرت الأموال الكافية لديها أن تقوم بتسديد قيمة القرض .
- قروض السندات لأجل: تقوم الحكومة بتسديدها عندما يحين أجل استحقاقها.

وإن قيام الدولة بتسديد ديونها في الوقت المحدد لها يدعم من مركزها المالي والاقتصادي، ويشجع الأفراد والمؤسسات والدول على الاكتتاب بقروضها.[٣]

٢. التثبيت:

يقصد بالتثبيت قيام الحكومة بتحويل القرض قصير الأجل، عندما يحين تاريخ استحقاقه، إلى قرض متوسط أو طويل الأجل.[٤]

ويتم التثبيت عن طريق إصدار قرض متوسط أو طويل الأجل بنفس مبلغ القرض القصير الأجل، وتسمح لحملة سندات القرض القديم بالاكتتاب في سندات القرض الجديد عن طريق تقديم أذونات الخزينة التي يملكونها إلى الخزينة العامة . وقد يكون هذا التثبيت إما **إجبارياً:** تفرضه الحكومة على حملة السندات، ويترتب عليه إضعاف ثقة المكتتبين في السندات بالمركز المالي للحكومة، لذلك لا تلجأ الحكومات إلى التثبيت الإجباري إلا في حالات الضرورة القصوى .

---

[١] برنية ،محمد يسر،" تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية "، مرجع سابق ، ص٩٧-٩٩.
[٢] الناصر ، ناصر عبيد،"المالية العامة "، مرجع سابق، ص ١٧٠-١٧١.
[٣] المهايني، محمد:الجشي، خالد: الخطيب، خالد،"المالية العامة والتشريع الضريبي "، مرجع سابق، ص ٢٨٢.
[٤] ناشد ، سوزي عدلي،" المالية العامة"، مرجع سابق ، ص ٢٥٥.

أو قد يكون **اختيارياً**: حيث يستطيع حملة سندات القرض القديم الذين لا يرغبون بتثبيت ديونهم استرداد القيمة الاسمية للسندات التي يمتلكونها ويتوقف نجاح هذا التثبيت عل عاملين هما:

- المركز المالي للحكومة.
- و معدل الفائدة الذي تحمله السندات الجديدة مقارنةً بمعدل الفائدة السائدة في السوق.[١]

٣. التبديل

يقصد بتبديل الدين العام تجديده بقصد تخفيف العبء المالي على الحكومة، وذلك عن طريق تخفيض مقدار الفائدة الذي تدفعه الحكومة عن الدين القديم مع الاحتفاظ بالدين على حاله، ويمتاز تبديل الدين عن إصدار دين جديد لسداد الدين القديم بأنه يوفر الوقت والمال .[٢]

ولنجاح عملية التبديل يجب أن تتوفر شروط عديدة أهمها:

١. أن تتوفر ثقة المقترضين بالدولة .
٢. أن يكون سعر السندات في سوق الأوراق المالية أعلى من سعر التكافؤ (التعادل) شريطة ألا يكون الارتفاع عرضياً بل دائماً .
٣. أن تكون الفائدة المقترحة للقرض الجديد مساوية على الأقل معدل الفائدة الجاري في السوق[٣] .
٤. يجب ضمان تدخل البنوك في منع انخفاض سعر السندات المعروضة للتبديل عن سعر التكافؤ أثناء الفترة المحددة للاختبار .
٥. يجب أن يكون الوضع الاقتصادي مستقراً، واختيار الوقت المناسب للتبديل بحيث أن لا تكون المدة المقترحة للقرض الجديد طويلة الأجل .
٦. يجب أن تختار الحكومة الفترة التي تتوافر فيها السيولة المالية، ويقل فيها معدل الفائدة.
٧. وعادة ما تمنح الحكومة القرض الجديد بعض المزايا منها إعفاءه من الضرائب، أو قبول السندات في سداد الضرائب أو عدم قابلية السندات للحجز .[٤]

---

[١] المهايني،محمد خالد،الجشي ،خالد الخطيب،" المالية العامة والتشريع الضريبي"، مرجع سابق، ص ٢٨٢-٢٨٣.
[٢] دويدرا،محمد،" مبادئ الاقتصاد السياسي"منشورات الحلبي، بيروت ،لبنان ٢٠٠١ ، ص٤٦١-٤٦٣.
[٣] ناشد ، سوزي عدلي ،" المالية العامة"، مرجع سابق، ص ٢٥٧.
[٤] الناصر ، ناصر عبيد،" المالية العامة"، مرجع سابق، ص ١٧٤-١٧٦.

وقد يكون التبديل إجبارياً أو اختيارياً أو مستتراً [1] :

التبديل الإجباري: ويحصل عندما تلجأ الحكومة إلى تخفيض معدل الفائدة دون موافقة حملة السندات، وهذا التبديل يضعف الثقة بالمركز المالي للدولة ويضر بسمعتها .

التبديل المستتر: ويحصل عندما تقوم الحكومة بتخفيض معدل الفائدة على القرض بطريقة غير مباشرة كان تفرض ضريبة خاصة على فوائد الدين أو تلجأ إلى تخفيض قيمة العملة مما يؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية للفوائد وإن بقيت القيمة الاسمية على حالها .

التبديل الاختياري: وفيه تخفض الحكومة من معدل الفائدة على القرض الجديد، وتعطي حملة السندات حق الاختيار بين قبول معدل الفائدة على القرض الجديد أو تسليمهم القيمة الاسمية للسندات التي يحملونها.

وتتم عملية تبديل القروض بموجب وسائل عدة من بينها :

أ. **التبديل على التكافؤ (التعادل)**: حيث تخير الدولة حملة السندات بين تسديد قيمتها الاسمية، أو تسلم سندات من القرض الجديد بالقيمة الاسمية نفسها، وقد لا تخفض الدولة معدل الفائدة دفعة واحدة وإنما على دفعتين وذلك يحدث عندما يكون مجموع السندات التي يراد تبديلها كبيراً.

ب. **التبديل بدفع الفرق**: وفيه تهدف الحكومة إلى الحصول على أموال إضافية، وليس فقط تخفيض أعباء خدمة الدين العام، ولنفترض وجود سندين حكوميين أحدهما بفائدة ٥ % وسعره السوقي ١٠٥ل .س، والآخر فائدته ٣% وسعره السوقي ٩٠ ل.س ، عندها تعرض الحكومة على حملة السندات استبدال سندين من القرض القديم بقيمة ٢١٠ ل .س ثلاثة سندات من القرض الجديد بقيمة ٢٧٠ ل.س على أن يدفع الفرق بين قيمة السندات ومقداره ٦٠ ل.س .

ت. **التبديل دون التكافؤ (التعادل)**: تلجأ إليه الحكومة في حالة وجود قرضين أحدهما ارتفعت قيمته السوقية فوق سعر التكافؤ والآخر بقيت قيمته السوقية دون سعر التكافؤ، عندئذٍ تقوم الحكومة باستبدال سندات القرض الأول بسندات من القرض الثاني بحسب سعر السوق .

[1] الناصر، ناصر عبيد،"المالية العامة "، مرجع سابق، ص ١٧٤-١٧٢.

٤. الاستهلاك: [١]

المقصود باستهلاك القرض العام سداد قيمته على دفعات متتالية لحاملي سندات القرض مما يؤدي إلى تخفيض قيمة القرض والتخلص من الفائدة، ولا يوجد في الاستهلاك أي قروض جديدة تحل محل القرض القديم

وتختلف طريقة الاستهلاك باختلاف طبيعة القرض، فقد يكون القرض **اختيارياً** كما في حالة القرض المؤبد حيث تستطيع الحكومة استهلاكه جزئياً أو كلياً في أي وقت تشاء، وقد يكون الاستهلاك **إجبارياً** كما في حالة القرض الآجل حيث تحدد الحكومة في نشرة الاكتتاب عند الإصدار مواعيد وطريقة الاستهلاك، ولا بدَّ للحكومة أن تتقيد بذلك .

وفي كلتا الحالتين فان طرق استهلاك القروض العامة تكون على الشكل التالي:

أ- الاستهلاك على طريقة أقساط سنوية:

وفيها تقوم الحكومة بدفع أقساط سنوية تمثل جزءاً من أصل القرض بالإضافة إلى الفائدة السنوية، فإذا كانت المدة المحددة لاستهلاك السندات خمس سنوات وقامت الحكومة بتسديد قيمة القرض مع فوائده على خمسة أقساط سنوية، فان عبء سداد الدين سيكون قد استهلك بنهاية الخمس سنوات، ومن **عيوب** هذه الطريقة أنها قد تلحق الضرر بصغار حملة السندات لأنها لا تمكنهم من الحفاظ على رؤوس أموالهم، وتدفعهم لإنفاق تدفقاتهم النقدية مما قد يكون له أثر إيجابي يتمثل في ارتفاع الميل الحدي للاستهلاك، وهو ما يتوقف أثره على مستوى التشغيل في الاقتصاد الوطني وعلى مرونة العرض الكلي.

ب- الاستهلاك بطريقة القرعة:

وفيها تقوم الحكومة باختيار عدد من السندات بطريقة القرعة، وترد لحامليها كل قيمتها الاسمية، وإذا كان القرض قد صدر بسعر التكافؤ بالإضافة إلى مكافأة تسديد، سددت الدولة السند مع مكافأة التسديد، ومن **عيوب** هذه الطريقة أنها تضر بحامل السند في حال استهلكت سنداته بقيمة تقل عن قيمتها في سوق الأوراق المالية، وتضر بالحكومة إذا استهلكت بقيمة أعلى من قيمتها في سوق الأوراق المالية . [٢]

---

[١] المهايني، محمد: الجشي، خالد: الخطيب، خالد " المالية العامة والتشريع الضريبي "، مرجع سابق، ص ٢٨٤- ٢٨٥

[٢] الناصر ، ناصر عبيد،"المالية العامة "، مرجع سابق، ص ١٧٧.

ت- الاستهلاك عن طريق الشراء من السوق المالية:

تقوم الحكومة في هذه الطريقة بشراء سندات الدين العام من سوق الأوراق المالية، وهي طريقة مفيدة لها إذا كان سعر السندات في السوق اقل من قيمتها الاسمية، حيث تربح الفرق بين القيمتين، ولكن الحكومة لا تستطيع استهلاك عدد كبير من السندات بواسطتها لأن زيادة إقبالها على شراء السندات من السوق يؤدي إلى ارتفاع ثمنها .

سادساً: تغطية استهلاك السندات الحكومية:

تستخدم الحكومة عدة طرق في تمويل استهلاك السندات الحكومية، ومن أهم هذه الطرق ما يلي :

١. طريقة الموازنة العامة:

تستخدم الحكومة في هذه الطريقة وفورات الموازنة العامة لاستهلاك السندات الحكومية، أو تتضمن الموازنة العامة اعتماداً سنوياً مخصصاً لاستهلاك السندات الحكومية، وتطبق هذه الطريقة فقط عندما يكون استهلاك السندات محدداً في نشرة الاكتتاب من جهة المواعيد والأقساط، بحيث تستطيع الحكومة أن تحدد مسبقاً المبالغ التي تستحق عليها في السنة التي توضع من أجلها الموازنة. [١]

٢. طريقة صندوق الاستهلاك :

وفق هذه الطريقة تقوم الحكومة بإنشاء صندوقاً خاصاً يسمى (صندوق الاستهلاك) ، تزوده بمبالغ سنوية من الموازنة العامة أو من نوع معين من الإيرادات العامة كحصيلة بعض الضرائب، ويقوم هذا الصندوق بشراء السندات الحكومية من السوق المالية، وينتظر المواعيد المحددة ليقوم بتسديدها، والسندات التي يقوم الصندوق بشرائها إما أن تتلف أو يحتفظ بها وبذلك فان الصندوق يستلم فوائدها السنوية، ويستعملها في شراء سندات أخرى. [٢] ويشترط لنجاح هذه الطريقة أن تقوم الحكومة بدفع المبالغ السنوية المخصصة لصندوق الاستهلاك أيا كانت الظروف التي تمر بها وخصوصا في وقت الأزمات.

بعد أن قدمنا في الفصل الثاني شرحاً مفصلاً عن الأوراق المالية الحكومية وأنواع هذه الأوراق وآليات إصدارها وتداولها في السّوق المالي ننتقل إلى الفصل الثالث الذي سيتضمن دراسة عملية عن سوق عمان للأوراق المالية، ومقارنة السّوق في سورية بهذا السّوق كونه يُعدّ سوقاً متطوراً بالنسبة لسّوق السّورية التي تُعدّ سوق ناشئة، حيث سيتم اختبار الفرضيات والتوصل إلى مجموعة من النتائج والتوصيات.

---

[١] المهايني، محمد:.الجشي، خالد: الخطيب، خالد،"المالية العامة والتشريع الضريبي"، مرجع سابق، ص ٢٨٥.
[٢] الناصر، ناصر عبيد،" المالية العامة"، مرجع سابق، ص ١٧٨.

الفصل الثالث: القسم العملي

المبحث الأول : سوق دمشق للأوراق المالية.

أولاً: لمحة عامة حول تأسيس سوق دمشق للأوراق المالية.

ثانياً: أهداف سوق دمشق للأوراق المالية.

ثالثاً: مهام و وظائف سوق دمشق للأوراق المالية.

رابعاً: الأوراق المالية القابلة للإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية.

خامساً: التـــــــــــــداول.

سادساً: نظام التداول الالكتروني.

سابعاً: المقاصة والتسوية.

ثامناً: مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية (DWX).

تاسعاً: هيئة الأوراق و الأسواق المالية السّورية.

المبحث الثاني: سوق عمان للأوراق المالية.

مقدمة:

أولاً: نشأة بورصة عمان.

ثانياً: أقسام بورصة عمان.

ثالثاً: الأدوات المالية المتداولة في بورصة عمان.

رابعاً: نظام التداول الإلكتروني في بورصة عمان (النجاح والإنجاز الحقيقي).

المبحث الثالث: الاستبانة والتحليل.

أولاً: عينة البحث.

ثانياً: الأساليب الإحصائية المتبعة.

ثالثاً: ثبات الاستبانة وصدقها.

رابعاً: قاعدة القرار لاختبار الفرضيات.

خامساً: النتائج والتوصيات.

المبحث الأول

سوق دمشق للأوراق المالية DSE

أولاً: لمحة عامة حول تأسيس سوق دمشق للأوراق المالية: [١]

في إطار سياسة التطوير والتحديث وتماشياً مع التطورات الاقتصادية العالمية أصبحت الحاجة إلى سوق مالي تعكس تطور الاقتصاد المحلي، وترعى الشركات المساهمة ذات الأثر الأهم في الاقتصاد حاجة ملحة تقتضيها ضرورات التطور والتنمية ، ومن أجل تهيئة المناخ المؤسساتي والقانوني لذلك الهدف صدرت سلسلة تشريعات وقوانين منذ عام ٢٠٠٠ حتى الآن، ساهمت في وضع قواعد البناء الأساسية لسوق مالية سورية ناشئة، وبخاصة قوانين المشرعة لإحداث المصارف وشركات التأمين الخاصة.

واستكمالاً لهذه التشريعات، ولإتمام البنية التحتية القانونية اللازمة لإنشاء بيئة استثمارية متكاملة الملامح، صدر القانون رقم / ٢٢ / لعام ٢٠٠٥ والمتضمن إحداث هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، وأسندت إليها مهمة إعداد مشروع قانون سوق الأوراق المالية السورية، كما صدر المرسوم التشريعي رقم / ٤٧ / لعام ٢٠٠٦ المتضمن تشكيل مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، و أَولى مجلس المفوضين عنايةً بالغة لإعداد مشروع قانون سوق دمشق للأوراق المالية، و صدر المرسوم التشريعي لسوق دمشق للأوراق المالية بالرقم /٥٥/في شهر تشرين الأول لعام ٢٠٠٦، الذي نص على أن تتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري.

كما نص قانون سوق دمشق للأوراق المالية، أن ترتبط السوق بهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وتعمل تحت إشرافها، وتقوم الهيئة بمراقبة الأسواق المالية، والتأكد من قيامها بعملها وفق أسس الكفاءة والعدالة والشفافية.

كما نص المرسوم على أن يُنشأَ في السوق مركزٌ يسمى مركز المقاصة والحفظ المركزي، يقوم بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية المتداولة في السوق وتسجيلها ونقل ملكيتها ومقاصتها وتسويتها.

تم تشكيل مجلس إدارة السوق بقرار السيد رئيس مجلس الوزراء رقم(٤٥٦٣)بتاريخ ٢٠٠٦/١٠/٥ وعدِّل هذا المجلس بالقرار رقم (٥٧٨١) تاريخ٢٠٠٦/١٢/٢٠ ومن ثم بالقرار رقم (٣٣٢٠) تاريخ ٢٠٠٨/٧/٢٩. وحرص مجلس إدارة السوق على تكامل عوامل نجاح

---

[١] تقرير مجلس إدارة سوق دمشق الأوراق المالية ٢٠٠٧ – ٢٠٠٨ ولغاية ٢٠٠٩/٨/٣١ .

سوق دمشق للأوراق المالية، عن طريق إصدار الأنظمة والتعليمات الناظمة لآليات العمل وتوفير المقرِّ الذي يتناسب مع طبيعة العمل الفنية للسوق، بالإضافة لتأمين التجهيزات التقنية والأنظمة البرمجية اللازمة لاسيما نظام التداول والتقاص والتسوية الإلكتروني.

كما اهتم مجلس الإدارة بإعداد الكادر البشري المؤهل من خلال اختيار الكفاءات الشابة المؤهلة علمياً والواعية لحجم المسؤولية الملقاة على عاتقها، بتأسيس سوقٍ ماليةٍ في بيئة اقتصادية، تعرف هذا النوع من الأسواق للمرة الأولى، وتدريب هذه الكفاءات على تفاصيل العمل في الأسواق المالية.

و قام مجلس الإدارة بإبرام مذكرات تفاهم مع عدد من الأسواق المالية العربية والعالمية والهيئات المختصة، كما ركَّز مجلس الإدارة على القيام بحملات للتوعية حول السوق المالية و آلية عملها، حيث تعدُّ التوعية من أهم و سائل نجاح السوق المالية، لما لها من أثرٍ في تشجيع الاستثمار وفق الأسس السليمة.

بدأت إدارة السوق بتلقي طلبات الإدراج والعضوية من الشركات المساهمة، و شركات الخدمات والوساطة المالية منذ تاريخ ٢٠٠٨/٨/٢٥، وتم الافتتاح في العاشر من آذار لعام ٢٠٠٩ بالتّزامن مع ذكرى ثورة الثّامن من آذار المجيدة .

ويتلخص الهدف من إنشاء سوق دمشق للأوراق المالية في ما يلي : [١]

١- السماح لمؤسسات القطاع العام و الخاص المنظمة في شركات ذات أسهم بفتح رؤوس أموالها للجمهور.
٢- تقييم هذه الشركات عن طريق السوق .
٣- ضمان التمويل عن طريق الادخار العمومي .
٤- السماح بسيولة الادخار المستثمر على المدى البعيد .
٥- تحقيق شفافية أكبر في مبدأ الحركية النقدية (السيولة و انتقال رؤوس الأموال) استثماراً و ادخاراً و ربحاً و خسارةً .

ثانياً: أهداف سوق دمشق للأوراق المالية:

- ❖ توفير المناخ المناسب لتسهيل استثمار الأموال و توظيفها و تأمين رؤوس الأموال اللازمة لتوسيع النشاط الاقتصادي من خلال ترسيخ أسس التداول السليم و الواضح و العادل للأوراق المالية .
- ❖ وضع معايير مهنية لشركات الخدمات و الوساطة المالية المرخص لها .
- ❖ التحقق من قوة و متانة الأوضاع المالية لشركات الخدمات و الوساطة المالية .
- ❖ توفير قواعد و إجراءات سليمة و سريعة ذات كفاية من أجل نقل ملكية الأوراق المالية و بالتالي القدرة الكبيرة على تسييل الأوراق المالية .
- ❖ وضع إجراءات و أساليب كفيلة بضمان تداول كفؤ و شفاف .

---
[١] سوق دمشق للأوراق المالية ، دليل المستثمر ، ٢٠٠٩.

ثالثاً: مهام و وظائف سوق دمشق للأوراق المالية: [1]

هناك الكثير من مهام و وظائف سوق دمشق للأوراق المالية نذكر منها:

- التأكد من عدالة متطلبات الإدراج و كفايتها و شفافيتها ، و تطبيق قواعد التداول السليم، و توفير المعلومات الصحيحة عن الأوراق المالية المدرجة في السوق .
- توفير قواعد و إجراءات سليمة و سريعة ذات كفاية للمقاصة و التسوية من خلال مركز المقاصة و الحفظ المركزي .
- إعداد التقارير و نشر المعلومات و المؤشرات عن أداء و نشاط السوق.
- تحديد السعر المناسب بناء على العرض و الطلب.
- زيادة الوعي الاستثماري لدي المواطنين.
- تمثل الأوراق المالية سلطة رقابية غير رسمية على كفاءة الشركات المساهمة.

رابعاً: الأوراق المالية القابلة للإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية:

يتم حالياً تداول أسهم الشركات المساهمة السورية المدرجة في السوق، حيث تمثل عدداً من المصارف وشركات التأمين، بالإضافة إلى بعض الشركات المساهمة الأخرى في قطاعات الاتصالات والخدمات والصناعة.

وبالإضافة للأسهم قام السوق بإدراج الأوراق المالية الحكومية الصادرة عن الجمهورية العربية السورية (أذونات – سندات). كما سيكون هنالك نظام يسمح بتداول وحدات صناديق الاستثمار المشترك والصكوك الإسلامية، وأدوات الدين التي تصدر عن الشركات المساهمة السورية والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق وشركات الاستثمار. كما يمكن إدراج أية أوراق مالية أخرى سورية أو غير سورية، متعارف عليها على أنها أوراق مالية، ويتم اعتمادها كذلك من قبل مجلس مفوضي الهيئة .

وتجدر الإشارة إلى أن سوق دمشق للأوراق المالية تشتمل على :

١- سوق نظامي .
٢- سوق موازي.
٣- سوق للسندات.

السوق النظامية: وهي التي يتم من خلالها تنظيم التعامل بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج خاصة تتعلق بتوفر شروط الربحية والرسملة وعدد المساهمين وغيرها.

[1] المرسوم التشريعي رقم ٥٥ ، قانون سوق الأوراق المالية ٢٠٠٦ .

السوق الموازية: والتي يتم فيا تنظيم التعامل بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج ميسرة خاصة بهذه السوق وتعمل على توفير السيولة المبكرة للأوراق المالية المدرجة وذلك إلى حين توفر الشروط الخاصة بإدراجها في السوق النظامية.

كما تجدر الإشارة إلى إمكانية انتقال الشركات من وإلى السوق الموازي بحسب الحالة والظروف.

المقر الرئيسي للسوق : مدينة دمشق .

خامساً: التـــــــــــداول:

يتم التداول في السوق حالياً أيام الاثنين والثلاثاء و الخميس، و ساعات التداول مبدئياً محددة بساعتين ونصف في كل جلسة تداول، وهي موزعة كالتالي :

فترة ما قبل الافتتاح: يمكن في هذه الجلسة إدخال الأوامر فقط من دون إمكانية تنفيذ أي صفقة من الساعة ١٠:٣٠ إلى الساعة ١١:٠٠

فترة التداول المستمر: وهي الجلسة التي يتم فيها تنفيذ الصفقات بتقابل أوامر الشراء مع أوامر البيع المدخلة بشكل مستمر من الساعة ١١,٠٠ إلى الساعة ١٣,٠٠

وستقوم السوق بزيادة عدد أيام التداول مع تطور السوق وازدياد حجم التداول.

يتم التداول عن طريق **النظام الالكتروني** المعتمد من قبل السوق، وذلك من خلال الوسطاء المعتمدين من قبل هيئة الأوراق والأسواق المالية والعاملين لدى شركات الوساطة. ويقوم الوسطاء بإدخال أوامر البيع والشراء بناء على تفويض من المستثمر الراغب بالقيام بالعملية.

سادساً: نظام التداول الالكتروني:

هو برنامج تشغيل حاسوبي يتولى معالجة الإجراءات والعمليات التي تشكل مع بعضها البعض تنفيذ عمليات التداول، و يرتبط به جميع الأجهزة الطرفية التي يستخدمها الوسطاء في إدخال أوامر البيع والشراء، حيث تتضمن شاشات الأجهزة الطرفية كافة البيانات التي يحتاجها الوسطاء لإدخال الأوامر، وذلك يتم أنجاز كافة العمليات بشكل فوري، و يرتبط نظام التداول بنظام المقاصة والحفظ المركزي .

سابعاً: المقاصة والتسوية:

تتم التسوية في سوق دمشق في اليوم الثاني أي بعد التداول بيومين عن طريق **مركز المقاصة والحفظ المركزي**، وهو الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية

المتداولة في السوق ونقلها وتسويقها ومقاصتها وتسجيل ملكيتها، بحيث يتوجب على الوسطاء القيام بعمليات تسوية صافي حساب معاملاتهم عن طريقه.

ثامناً: مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية (DWX) :

ما يُميز مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية أنه يعتمد أسلوب التثقيل بالقيمة السوقية للشركات الداخلة في احتساب معادلته، حيث تعطى كل شركة وزنًا بقدر ما تشكل قيمتها السوقية من القيمة السوقية للعينة ككل، وتتكون عينة المؤشر من جميع الشركات المدرجة في السوق الموازي و النظامي وذلك نظراً لضآلة عدد الشركات المدرجة. وسوف يتم استخدام مؤشرات قطاعية في حال ازدياد عدد الشركات المدرجة وتوفر التنوع القطاعي في المستقبل.

تاسعاً: هيئة الأوراق و الأسواق المالية السّورية: [1]

هيئة الأوراق و الأسواق المالية السورية هي جهة ناظمة ذات شخصية اعتبارية ترتبط برئيس مجلس الوزراء و تتمتع بالاستقلال المالي و الإداري و لها جميع الصلاحيات اللازمة للقيام بالمهام و الوظائف المنوطة بها و بما يحقق أهدافها، و تعمل بصورة أساسية على تحقيق مايلي:

١. تنظيم و تطوير الأسواق المالية و الأنشطة و الفعاليات الملحقة بها بما يضمن تحقيق العدالة و الكفاءة و الشفافية و يساهم في الحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية .
٢. حماية المواطنين و المستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة أو التي تنطوي على خداع أو تضليل .
٣. تشجيع النشاط الادخاري و الاستثماري بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني .

[1] التعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق و الأسواق المالية ، المرسوم رقم /٤٧/ لعام ٢٠٠٦.

المبحث الثاني

سوق عمان للأوراق المالية (النشأة والتطور)

مقدمة:

اكتسبت الأسواق المالية بوصفها أداة هامة في حشد المدخرات أهميَة متزايدة، وذلك بسبب الدور الحيوي الذي تقوم به في تمويل الأنشطة الاقتصادية، ولعل من أهم العوامل التي أدت إلى تبوء الأسواق المالية مركز الصدارة في عقد التسعينات التقدَم في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، ورفع القيود عن حركة رأس المال، ونتيجة لهذه التطورات أصبح بالإمكان انتقال الاستثمارات عبر أدوات مالية وادخارية متنوعة، كما أظهرت العديد من دول العالم اتجاهاً نحو زيادة الحاجة لوجود أسواق مالية متطوَرة.

وعلى المستوى العربي، فقد شهدت العشرون سنة الأخيرة اهتماماً متزايداً بموضوع إنشاء الأسواق الماليَة العربيَة، وما كان إنشاء أسواق مالية في معظم الدول العربية والتحضير لإنشاء أسواق مالية في الدول الأخرى، إلا تأكيداً لتعاظم اهتمام الدول العربية بهذا النهج لاسيما وأن معظم الدول العربية قد أولت موضوع الدخول في عصر العولمة والانفتاح اهتماماً كبيراً، كما أن نجاح هذا التوجه يتطلَب وجود أسواق مالية متطورة وكفؤة قادرة على استيعاب احتياجات هذه المرحلة.[١]

أولاً: نشأة بورصة عمان:

نظراً لتواجد السوق غير المنظم لتداول أسهم الشركات العامة الأردنية، والتي كانت تتم من خلال مكاتب غير متخصصة، وكذلك وجود سوق غير منظم للسندات الحكومية، وزيادة إنشاء الشركات المساهمة والتي بلغ عددها (66) شركة في العام 1978، ظهرت الحاجة الملحة للتفكير جدياً بإنشاء سوق للأوراق المالية، يقوم على تنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل معها والرقابة عليها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته، وكذلك حماية صغار المدخرين من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناء على قوى الطلب والعرض، لذلك دعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة إلى إنشاء السوق المالي في الأردن.[٢]

ونتيجة لذلك قام البنك المركزي الأردني خلال عامي 1975-1976، وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية IFC (International Finance Corporation) المنبثقة عن البنك الدولي بإجراء دراسات حثيثة تبين من خلالها أن حجم الاقتصاد الوطني، ومساهمة القطاع

---

[١] طريف، جليل، "تطوير قطاع الأوراق المالية في الدول العربية(تجربة بورصة عمان)"، ندوة أسواق الأوراق المالية- مركز الشرق الأوسط للأوراق المالية وتدريب البحريني، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، ٢٠٠٠.

[٢] الفرعان، محمد،"بورصة عمان (نشأتها- تطورها- نظامها القانوني) دراسة مقارنة" بحث غير منشور، جامعة مؤتة،٢٠٠١ ص ٢٠.

الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة، يبرر إنشاء السوق المالي، ونتيجة لهذه الدراسات فقد صدر بتاريخ 1-6-1976 القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976، والذي تم بموجبه تأسيس سوق عمان المالي (Amman Financial Market) حيث باشر السوق أعماله بتاريخ 1-1-1978 وقد تركزت أهداف السوق على مايلي:[١]

١. تنمية المدخرات المحلية عن طريق تشجيع الاستثمارات في الأوراق المالية.
٢. توجيه المدخرات المحلية لخدمة الاقتصاد الوطني.
٣. تنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل معها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته، وبما يضمن مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين.
٤. توفير البيانات والإحصاءات اللازمة لتحقيق الأهداف المرجوة.

وقد ظهرت أهمية سوق عمان المالي من خلال مساعدته في تمويل الشركات، وتوفير السيولة الكافية لكل من المستثمر والمدخر عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية، ومنذ إنشاء السوق أوكل إليه القيام بمهمتين أساسيتين وهما دور الهيئة المنظمة لسوق رأس المال (Securities and Exchange Commission) وكذلك القيام بدور البورصة التقليدية للأوراق المالية (Stock Exchange).

وتطور السوق المالي منذ نشأته، وخطا خطوات هامة على صعيد رأس المال المحلي، وحقق تقدماً بارزاً في تحقيق أهدافه التي تم إنشاؤه من أجلها، وفي شهر أيار من عام 1997 صدر قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997 وتم بموجبه إنشاء ثلاث مؤسسات جديدة لتحل محل سوق عمان المالي وهي:[٢]

1- هيئة الأوراق المالية (Jordan Securities Commission) :

تهدف الهيئة إلى مراقبة إصدار الأوراق المالية، والتعامل بها، وتنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات التي تخضع لرقابتها، وهي البورصة، ومركز الإيداع، ومعتمدو المهن المالية، كما تهدف إلى تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية، وضمن أطر وقواعد تحمي المدخر والمستثمر المحلي والخارجي، وتعطي الاقتصاد الوطني وسوق رأس المال المصداقية والأمان.

وتتمتع الهيئة باستقلال مالي وإداري وترتبط برئيس الوزراء، مما يعزز دورها الرقابي على سوق رأس المال، وللهيئة مجلس مفوضين تتمثل صلاحياته في إعداد مشاريع القوانين والأنظمة

---

[١] الوثائق الرسمية والنشرات والمجلات والتقارير "سوق عمان المالي، تطوره وانجازاته وتوجهاته المستقبلية"، دائرة الأبحاث ١٩٩٦.

[٢] هيئة الأوراق المالية، نشرات عن تطور الأوراق المالية- دائرة الدراسات والتخطيط ٢٠٠٧.

المتعلقة بالأوراق المالية والموافقة على الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بالبورصة، ومركز إيداع الأوراق المالية، إضافة إلى منح التراخيص، وتحديد عمولات شركات الخدمات المالية، وكذلك اعتماد المعايير المحاسبية، وبذلك يتلخص عمل الهيئة بالقيام بعمليات التشريع والإشراف والرقابة.

2- بورصة عمان/ سوق الأوراق المالية (Amman Stock Exchange) :

تتمتع البورصة بشخصية اعتبارية، واستقلال مالي وإداري، وتدار من قبل القطاع الخاص، وهي مؤسسة لا تهدف إلى الربح، ومن مهامها توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة، وترسيخ أسس التداول، وتوفير القاعات ووسائل الربط والاتصال اللازمة للتداول، ومراقبة عملية التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات بما يضمن حماية المستثمرين وعدم التلاعب في التداول، وكذلك إعداد التقارير ونشر المعلومات عن نشاط البورصة، وتتألف عضوية البورصة من الوسطاء الماليين، ويديرها مجلس إدارة جمعية من القطاع الأهلي، وهي الجهة الوحيدة المصرَح لها بمزاولة العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في المملكة، وقد باشرت أعمالها بالشكل الجديد اعتباراً من 11-3-1999.

3- مركز إيداع الأوراق المالية (Securities Depository Center) :

تمَ إنشاء هذا المركز بتاريخ 10-5-1999بهدف الحفظ الأمين لملكية الأوراق المالية، وتسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة، وتسوية أثمان الأوراق المالية بين الوسطاء، ويتمتع المركز بشخصية اعتبارية، واستقلال مالي وإداري ولا يهدف إلى الربح، ويديره مجلس إدارة القطاع الأهلي. وبموجب هذه المؤسسات أصبح السوق قادراً ومؤهلاً على استيعاب طلبات السوق المحلي، ومسايرة التطورات كافة في أسواق المال العالمية.[١]

ثانياً: أقسام بورصة عمان:

تم تداول الأوراق المالية في بورصة عمان من خلال سوقين، السوق الأولي والسوق الثانوي:

١. **السوق الأولي (سوق الإصدار) The Primary Market:** يعرَف السوق الأولي بسوق الإصدارات الذي يتم من خلاله بيع الأوراق المالية المصدرة لأول مرة

٢. **السوق الثانوي (سوق التداول) The Secondary Market:** تعرف السوق الثانوية بأنها السوق التي يجري فيها التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً في إطار

[١] هيئة الأوراق المالية، نشرات عن تطور سوق الأوراق المالية- دائرة الدراسات والتخطيط ٢٠٠٧.

القوانين والأنظمة والتعليمات المعمول بها، بعد إصدارها في السوق الأولية، وتقسم هذه إلى أربعة أسواق فرعية هي: السوق الموازية، والسوق النظامية، وسوق السندات وسوق التحويلات خارج القاعة.

أ- السوق الموازية (السوق الأولي) Parallel Market Or Over- The Counter:

وتعد السوق الموازية سوق تمهيدية، حيث تمَ استحداث هذه السوق في الأردن في عام 1982، وذلك نتيجة للارتفاع المستمر الذي حدث في زيادة الطلب على الأسهم المتداولة ثم حجم تداولها في السوق النظامية، ولتغطية هذا الفائض من الطلب تم عرض الأسهم في السوق الموازية، من أجل تقليل فائض الطلب على الأسهم في السوق النظاميَة.

ب- السوق النظاميَة (السوق الثاني) The Regular Market:

وهي ذلك الجزء من السوق الثانوية الذي يتم من خلاله تنظيم التداول في بورصة عمان بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج خاصة، تحددها لجنة إدارة السوق، حيث نصت هذه الشروط أن لا يقل صلفي حقوق المساهمين عن (50%) من رأس المال المدفوع، وأن يكون قد مضى على منح الشركة حق الشروع في العمل مدة سنة كاملة، وتجدر الإشارة هنا إلى أن معظم الشركات المدرجة على لوائح بورصة عمان يتم التداول بأسهمها من خلال السوق النظاميَة.

ج- سوق السندات Bond Market :

وهي سوق تداول السندات بيعاً وشراءً، وتشمل السندات المتداولة في هذا السوق:

سندات التنمية الحكوميَة وأسناد القرض، إضافة إلى سندات وأذونات الخزينة، والتي يتراوح تاريخ استحقاقها من ثلاثة أشهر إلى عشر سنوات، ويعاني سوق السندات في الأردن من ضعف شديد الذي يمكن ملاحظته من خلال تدني معدلات التداول فيه، وضعف هذا السوق في الأردن يعود لثبات أسعار الفوائد على السندات الأمر الذي يجعل تحقق الربح الرأسمالي متعذراً، وذلك لأن سعر السند يتأثر مباشرة بتغيَر أسعار الفائدة السوقيَة وبصورة عكسية، فإذا ارتفع سعر الفائدة هبط سعر السند، وإذا انخفض سعر الفائدة فإن سعر السند يرتفع.

د- التحويلات خارج القاعة Transacations Off The Trading Floor:

وتسمى أحياناً بالسوق الثالث أو سوق ما بين الوسطاء، وتتكون هذه التحويلات من التحويلات العائلية والإرثية، وتحويلات خارج المملكة وتحويلات الشركات غير المدرجة، وتتم معاملات هذه التحويلات في العادة من خلال الدائرة القانونية في البورصة، وفي معظم الحالات تكون العمولة التي يتقاضاها السوق أقل من تلك المحددة للتحويلات، أو المعاملات داخل القاعة.[١]

ثالثاً: الأدوات المالية المتداولة في بورصة عمان:

يجري التداول حاليا في بورصة عمان بالأدوات المالية الرئيسية وهي: أسهم الشركات، وسندات الخزينة، وإسناد قرض الشركات والمؤسسات العامة، حيث يتم تنفيذ أوامر بيع وشراء هذه الأدوات المالية خلال ساعات التداول في بورصة عمان التي تتم طوال أيام الأسبوع ما عدا يومي الجمعة والسبت وذلك وفق المواعيد التالية:

9:00 -9:55 سوق السندات.

10:00 – 12:00 السوق الأول والثاني.

12:00 – 12:15 مرحلة الصفقات للأسواق عامة.

ويتم تداول الأسهم في بورصة عمان على أساس الورقة المالية الواحدة ومضاعفاتها ما لم يقرر مجلس الإدارة غير ذلك حسب مقتضى الحال، حيث يتم تسعير الأوراق المالية بالدينار الأردني أو بأي عملة أخرى، كما تصدر شهادات الأسهم بفئات مختلفة تسعر بوحدات النقد الأردني، كما يجوز لمجلس الإدارة إدراج الأوراق المالية المصدرة بالعملات الأجنبية وتسعير هذه الأوراق بالعملات الأجنبية.

أما السندات المتداولة في بورصة عمان فهي نوعين:

- **السندات الحكومية:** التي يقوم البنك المركزي الأردني بإصدارها وإدارتها نيابة عن الحكومة.
- **إسناد القرض:** التي تصدرها الشركات المساهمة العامة.

---

[١] الفرعان، محمد، "بورصة عمان (نشأتها- تطورها- نظامها القانوني)، مرجع سابق، ٢٠٠١.

والفرق بين السندات الحكومية وإسناد القرض هو مجرد فرق لفظي وضع لأغراض تصنيفية بحتة بهدف التمييز بينها حسب جهة إصدارها[١].

رابعاً: نظام التداول الإلكتروني في بورصة عمان (النجاح والإنجاز الحقيقي) :

تبرز أهمية دور التكنولوجيا في تطبيقاتها المالية والمصرفية، بعد أن أدت إلى تغيرات جذرية في التنظيم المالي والمصرفي وأوجه استخدام الأموال والمنتجات المقدمة، حيث شهد العالم خلال السنوات الأخيرة تطورات كبيرة في مجال تكنولوجيا المعلومات وشبكة المعلومات (الإنترنت) ، والتي أسهمت في إحداث تغيرات إيجابية في أسواق المال الدولية، وإدراكاً لأهمية إدخال التطور التكنولوجي لبورصة عمان من أجل مواكبة التطورات الدولية، باشرت بورصة عمان اعتباراً من عام 2000 العمل بنظام التداول الإلكتروني عن بعد **(RemotTrading)** وتطبيق نظام التداول الإلكتروني الفرنسي **(NSC- UNIX)**، وربط شركات الوساطة المتواجدة داخل مدينة عمان مع نظام التداول الإلكتروني بواسطة خطوط مؤجرة **(Leased Links)** وبواسطة خطوط الألياف الضوئية **(Fiber Optics)**، كما قامت بورصة عمان بتنفيذ مشروع الربط اللاسلكي **(Wireless Communication Backup)** ما بين الموقع الرئيسي للبورصة والموقع الاحتياطي في مجمع بنك الإسكان وذلك لضمان استمرار الاتصال في حال انقطاع خط الألياف الضوئية، الأمر الذي أسهم في رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وتوفير الشفافية والأمان للمتعاملين والمستثمرين في البورصة، وذلك من خلال إدخال أوامر البيع والشراء كافة عن طريق أجهزة الكمبيوتر، ومن ثم مقابلة العرض والطلب للأوراق المالية وتحديد السعر وتنفيذه إلكترونياً، كما أعطى نظام التداول الإلكتروني مرونة كبيرة ومعلومات فورية مختلفة، تلبي حاجات المستثمرين على المستوى المحلي والدولي والتي سهلت عليهم معرفة العمليات المنفذة وغير المنفذة وإجراء تحليل لأوضاع الشركات المتداولة، الأمر الذي سهل عمليات تنفيذ الصفقات بعدالة وسرعة وسهولة. ومن أجل نقل المعلومات التي تحدث داخل البورصة بشكل مباشر، قامت بورصة بتطبيق أعلى درجات التكنولوجيا الحديثة في نشر المعلومات والنسب والمؤشرات المالية الخاصة بعمل البورصة، وتطبيق أيضاً المعايير الدولية المعمول بها للوصول إلى أعلى درجات الإفصاح من خلال: بث معلومات التداول اليومي بشكل حي ومباشر إلكترونياً يتضمن معلومات شاملة عن البورصة، والمؤشرات وأسعار الأسهم وعملية التداول من خلال شريط متحرك **(Ticker Tape)** على موقعها على شبكة الإنترنت، وكذلك من خلال شاشة التلفزيون

[١] نشرة بورصة عمان، دائرة الأبحاث، ٢٠٠٧.

الأردني، وتم ربطها أيضاً مع وكالة الأنباء العالمية رويتر ومع شبكة المعلومات لتوفير المعلومات عن جميع الشركات المساهمة العامة المدرجة للعمل في بورصة عمان للمستثمرين على المستوى المحلي والدولي ، حيث تعد بورصة عمان ذلك من أحد المقاييس الهامة الذي يدل على كفاءة وعدالة وشفافية أي سوق.واستمراراً للنجاح في العمل المالي المتطور أبقت بورصة عمان نفسها في المكان الذي حقق لها العديد من النجاحات على الأصعدة كافة، وكان لها مشاركة كبيرة وفعالة في التعاون العربي والإقليمي والدولي، لإكمال مشوارها، حيث كانت بورصة عمان عضواً فاعلاً في المنظمات والاتحادات التالية:[1]

- اتحاد أسواق المال العربية.
- اتحاد البورصات الأوربية-الأسيوية FEAS.
- المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية **(IOSCO)**.
- الاتحاد الدولي للبورصات **(WFE)**.
- تشارك بورصة عمان في المؤتمرات والندوات العربية والمالية.
- رفعت بورصة عمان مذكرات تعاون مشترك مع عدد من البورصات العربية والعالمية.
- ترأس بورصة عمان لجنة العمل في اتحاد البورصات الأوربية والأسيوية.
- ترأس بورصة عمان لجنة مستخدمي نظام التداول الفرنسي **(NSC- UNIX)** .
- ترأس بورصة عمان اللجنة المشرفة على الموقع الإلكتروني الخاص بالمؤسسات ذاتية الرقابة **(SRO)** في المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية **(IOSCO)**.
- وقعت بورصة عمان اتفاقية مع شركة داوجونز لاحتساب رقم قياسي مرجح بالأسهم الحرة.
- وقعت بورصة عمان اتفاقية وع شركة بلومبرج العالمية لبث معلومات التداول.

كما وقعت بورصة عمان اتفاقيات الإدراج المشترك التالية:

- اتفاقية إدراج مشترك مع بورصة الكويت في عام 2000.
- اتفاقية إدراج مشترك مع سوق البحرين للأوراق المالية.
- اتفاقية تعاون مشترك مع بورصة سالونيك في عام 2003.
- اتفاقية إدراج مشترك مع بورصة دبي وسوق أبو ظبي للأوراق المالية في عام 2006.

[1] موقع بورصة عمان، www.exchange.jo

المبحث الثالث

الاستبانة والتحليل

أولاً:عينة الدراسة

وزعت استبانة الدراسة على العاملين والمتداولين في سوق عمان للأوراق المالية، وقد بلغ عدد الاستبانات الصالحة 80 استبانة من أصل 100 استبانة.

ثانياً:الأساليب الإحصائية المتبعة

١. **الوسط الحسابي (Mean) :** وذلك بغية مقارنة المتوسطات الحسابية.

٢. **الانحراف المعياري (Std.Deviation) :** لمعرفة مدى التشتت المطلق للقيم حول أوساطها الحسابية.

٣. **اختبار T :** لعينة واحدة اعتماداً على مستوى معنوي يبلغ 5%، وهو أسلوب إحصائي تحليلي، ووُظِف لاختبار الفرضيات.

٤. **اختبار ثبات الاستبانة:** اعتماداً على ألفا كرونباخ من خلال توظيف هذا الاختبار بحيث تكون قاعدة القرار بقبول الاستبانة بوصفها أداة لقياس متغيرات البحث بطريقة فعالة إذا تجاوزت 60%.

٥. **اختبار (Independent Samples Test)**: لعينتين مستقلتين لاختبار القوة التمييزية للأسئلة وللتأكد من صلاحيتها لقياس المتغيرات التابعة والمستقلة.

٦. **حساب المتوسط المرجح لإجابات الأسئلة:** بغرض معرفة آراء واتجاهات المستجيبين للاستبانة، وبما أن المتغير الذي يعبر عن الخيارات (موافق بشدة، موافق، محايد، غير موافق، غير موافق إطلاقاً) مقياس ترتيبي، والأرقام التي تعبر عن الأوزان Weights هي (موافق بشدة =5، موافق =4، محايد =3، غير موافق =2، غير موافق إطلاقاً =1) ثم نحسب بعد ذلك المتوسط الحسابي (المتوسط المرجح) ويتم ذلك بحساب طول الفترة أولاً وهي عبارة عن حاصل قسمة 4 على 5، حيث 4 تمثل عدد المسافات (من 1إلى2 مسافة أولى، ومن 2إلى 3 مسافة ثانية، ومن 3إلى 4 مسافة ثالثة، ومن 4إلى 5 مسافة رابعة)، 5 تمثل عدد الاختيارات.وعند قسمة 4 على 5 ينتج طول الفترة ويساوي 0.80 ويصبح التوزيع حسب الجدول التالي:

الجدول رقم (2) : قيم المتوسط المرجح

المتوسط المرجح	المستوى
من 1إلى 1.79	غير موافق إطلاقاً
من 1.80 إلى 2.59	غير موافق
من 2.60 إلى 3.39	محايد
من 3.40 إلى 4.19	موافق
من 4.20 إلى 5	موافق بشدة

المصدر: الفرا، وليد،"تحليل بيانات الاستبانة باستخدام البرنامج الإحصائي spss، إدارة البرامج والشؤون الخارجية، الندوة العالمية للشباب الإسلامي ، ص٢٢، ٢٠٠٩

ثالثاً: ثبات الاستبانة وصدقها

ثبات الاستبانة

الثبات (Reliability): يعني استقرار المقياس وعدم تناقضه مع نفسه، أي أن المقياس يعطي نفس النتائج إذا أعيد تطبيقه على نفس العينة، والمقصود بالثبات مدى استقلالية المعلومات، عن أدوات القياس ذاتها، أي مع توافر نفس الظروف والفئات والوحدات التحليلية والعينة الزمنية، ذلك أنه من الضروري الحصول على نفس النتائج مهما اختلف القائمون بالتحليل ووقت التحليل،وتم التحقق من ثبات مفردات الاستبانة من خلال حساب معامل ألفا كرونباخ[١]

وذلك عن طريق استخدام البرنامج الإحصائي (Spss) و الذي بلغ (844.) و هو يدل على ثبات عال لاستبانة، و بذلك تم التحقق من ثبات الاستبانة و الجدول الآتي يبن ذلك:

الجدول رقم(3) : قيمة معامل ألفا كرونباخ

Cronbach's Alpha	N of Items
.844	24

المصدر: اعداد الباحثة من برنامج spss

صدق الاستبانة

الصدق: يقصد به أن المقياس يقيس ما وضع لقياسه، ويتم حساب معامل الصدق (validity)، عن طريق حساب جذر معامل الثبات وقد بلغ (0.918) وهي مرتفعة كثيراً.

[١]. Leech, Nancy," SPSS for Intermediate Statistics Use and Interpretation", Mahwah, New Jersey London,2005,p63.

ويمكن التمييز بين نوعين من الصدق:

- صدق المحكمين، الظاهري (face validity) :

اعتمدت الباحثة على الصدق الظاهري، والذي يعلى رفع استثارة المفحوصين للحد الأقصى لتقبل المقياس ولضمان تعاون المفحوصين في الموقف الاختباري، ومن أجل ذلك اعتمدت الباحثة في هذا النوع من الصدق على أراء المحكمين من أساتذة كلية الاقتصاد في جامعة دمشق وخبراء ماليين من ذوي الخبرة الطويلة في الأسواق المالية للتحكيم من مدى صلاحية وصدق عبارات الأداة، حيث تم اتفق السادة المحكمين والخبراء على جميع عبارات المقياس، وتبين الصورة النهائية للأداة التي أعدتها الباحثة وفق أراء السادة المحكمين.

- الصدق التمييزي (Discriminate Validation) :

ويعرف أنه مفهوم كمي وإحصائي يعبر بلغة العدد عن درجة الحساسية ومدى قدرة البند على التمييز أو التفريق بين الأفراد في ذلك الجانب أو المظهر من السمة التي يتصدى لقياسها، ولا شك في أن القدرة التمييزية للبنود تتصل مباشرة بصدق تلك البنود ونجاحها في قياس ما وضعت لقياسه، وذلك من خلال مقارنة الفئات المتطرفة في المقياس نفسه[١]. ورتبت البنود بشكل تصاعدي وعولجت النتائج إحصائياً باستخدام البرنامج الإحصائي (Spss)، وقد تبين بعد المعالجة أن مستوى الدلالة (0.000 = sig) أصغر من (0.05) وبالتالي توجد فروق بين إجابات المفحوصين على الاستبانة، و هو يمتلك قدرة تمييزية عالية، وبذلك تم التحقق من صدق الاستبانة بذلك أصبح الاستبانة مقننة وصالحة للتطبيق، ويمكن الاعتماد عليها كأداة لإنجاز أهداف الدراسة.

رابعاً: قاعدة القرار لاختبار الفرضيات

اختبار الفرضية الأولى: لاختبار فرضية الدراسة الأولى جمعت الأسئلة المتعلقة بالفرضية القائلة لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين السيولة المرتفعة للأوراق المالية الحكومية وزيادة عمق السوق المالي ويبين الجدول رقم (4) الإجابات التي تم الحصول عليها.

[١] ميخائيل، أمطانيوس،" القياس النفسي"،جامعة دمشق، ٢٠٠٦،ص٨٦.

الجدول رقم (4) : قيم الانحرافات المعيارية والمتوسطات لبنود الفرضية الأولى

الفرضية الأولى	غير موافق إطلاقاً	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة	المتوسط	الانحراف المعياري	النتيجة
الأوراق المالية الحكومية هي أصول قابلة للتسييل والتداول بسرعة.	0	0	0	38	42	4.53	0.503	موافق بشدة
أن انخفاض تكلفة التعاملات بالأوراق المالية الحكومية يجعلها أكثر تداولاً.	2	0	2	52	24	4.20	0.719	موافق بشدة
إن استمرارية سوق الأوراق المالية الحكومية يجعل سوقها أكثر سيولة.	0	3	3	51	23	4.18	0.671	موافق
سوق الأوراق المالية الحكومية هي سوق مالية عميقة.	0	1	3	34	42	4.46	0.635	موافق بشدة
نتيجة الفرضية الأولى	2	4	8	175	131	4.49	0.425	موافق بشدة

المصدر: من إعداد الباحثة

أوضحت النتائج المتعلقة بمتغير هذه الفرضية في الجدول أعلاه، أن المتوسط المرجح بلغ (4.49) والانحراف المعياري كان (0.425) وتشير نتيجة المتوسط المرجح إنه تم الموافقة بشدة على المحور الأول حسب مقياس ليكرت الخماسي، وقد راوح المتوسط بين (4.18) و(4.53)، وقد كانت أعلى الفقرات هي الفقرة الأولى والقائلة: "أن الأوراق المالية الحكومية هي أصول قابلة للتسييل والتداول بسرعة"، بمتوسط (4.53) وانحراف معياري (0.503)، أما أدنى الفقرات فقد كانت الفقرة الثالثة المعنونة" إن استمرارية سوق الأوراق المالية الحكومية يجعل سوقها أكثر سيولة" وبمتوسط (4.18) وانحراف معياري (0.671).

من الناحية الوصفية فإن النتائج تشير إلى موافقة المستجيبين على أن السيولة المرتفعة للأوراق المالية الحكومية تزيد من عمق السوق المالي.

إن المؤشرات الوصفية التي أشير إليها على أهميتها لا يمكن الاعتماد بشكل كامل في قبول الفرضية أو رفضها. ومن ثم استخدم اختبار T-Test لفحص الدلالة الإحصائية لهذا المتغير، وقياس الفروق المعنوية لهذه المتوسطات.والجدول رقم (5) يبين نتائج الاختبار، فقد بلغت قيمة T(31.461) وهي ذات دلالة عند مستوى معنوية أقل من 0.05 بمتوسط إجابات (4.49) وبانحراف معياري (0.425)، وعليه فإن هذه الأرقام الإحصائية تجعلنا نقبل الفرضية القائلة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين السيولة المرتفعة للأوراق المالية الحكومية و زيادة عمق السوق المالي.

الجدول رقم (5) : نتائج الفرضية الأولى باستخدام اختبار T-Test

العدد	المتوسط	الانحراف المعياري	الخطأ المعياري للوسط الحسابي	اختلاف المتوسط	T	df	Sig.(2-tailed)	مجال الثقة	
								الأعلى	الأقل
80	4.49	0.425	0.047	1.49	31.461	79	0.000	1.59	1.40

المصدر: من إعداد الباحثة

<u>اختبار الفرضية الثانية:</u> أنشئ المتغير الخاص بهذه الفرضية من خلال تجميع الأسئلة ذات العلاقة بهذا المتغير والتي تعبر عن أسئلة المحور الثاني المتعلقة بالفرضية القائلة لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المخاطرة المنخفضة للأوراق المالية الحكومية وزيادة عمق السوق المالي كما هو موضح في الجدول رقم (6):

الجدول رقم (6): قيم الانحرافات المعيارية والمتوسطات لبنود الفرضية الثانية

الفرضية الثانية	غير موافق إطلاقاً	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة	المتوسط	الانحراف المعياري	النتيجة
الأوراق المالية الحكومية ذات مخاطرة منخفضة.	0	0	1	23	56	4.69	0.493	موافق بشدة
إن إصدار الحكومة للأوراق المالية الحكومية يقلل من مخاطرها.	0	0	1	36	43	4.53	0.527	موافق بشدة
إن المخاطرة المنخفضة للأوراق المالية الحكومية يجعلها أكثر تداولاً.	0	0	1	26	53	4.65	0.506	موافق بشدة
الأوراق المالية الحكومية تجعل من السوق المالي سوق عميقة	0	0	2	40	38	4.45	0.549	موافق بشدة
نتيجة الفرضية الثانية	0	0	5	125	190	4.57	0.404	موافق بشدة

المصدر: من إعداد الباحثة

بينت النتائج أن المتوسط المرجح (4.57) والانحراف المعياري (0.404) وبحسب نتيجة المتوسط المرجح فإنه تم الموافقة بشدة على المحور الثاني حسب مقياس ليكرت الخماسي. وقد تأرجح المتوسط بين (4.45) و (4.69).

وكانت أعظم قيمة في الفقرة الأولى بمتوسط (4.69) وانحراف معياري (0.493) المتمثلة بأن "الأوراق المالية الحكومية ذات مخاطرة منخفضة".

ومن خلال استخدام اختبار درجة الدلالة الإحصائية للمتغير المعبر عن هذه الفرضية اعتمادا على اختبارT-Test أوضحت النتائج أن قيمةT(34.761) وهذا يدل على مستوى مرتفع لهذا المتغير بمتوسط (4.57) وانحراف معياري (0.404).

وعليه فإن هذه النتائج توفر دليل إحصائي كافياً لقبول الفرضية البديلة والاستنتاج بأنه يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المخاطر المنخفضة للأوراق المالية الحكومية و زيادة عمق السوق المالي. وهذا ما توضحه النتائج التفصيلية لهذه الفرضية في الجدول رقم (7).

الجدول رقم (7): نتائج الفرضية الثانية باستخدام اختبار - T -Test

العدد	المتوسط	الانحراف المعياري	الخطأ المعياري للوسط الحسابي	اختلاف المتوسط	T	df	Sig.(2-tailed)	مجال الثقة	
								الأعلى	الأقل
80	4.57	0.404	0.045	1.57	34.761	79	0.000	1.66	1.48

المصدر: من إعداد الباحثة

اختبار الفرضية الثالثة: القائلة أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المنافسة بين المستثمرين على الأوراق المالية الحكومية كونها مرتفعة السيولة ومضمونة من قبل الحكومة وزيادة عمق السوق المالي، ويبين الجدول رقم (8) إجابات عينة الدراسة على الأسئلة المتعلقة بهذه الفرضية.

الجدول رقم (8): قيم الانحرافات المعيارية والمتوسطات لبنود الفرضية الثالثة

الفرضية الثالثة	غير موافق إطلاقاً	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة	المتوسط	الانحراف المعياري	النتيجة
سيولة الأوراق المالية الحكومية تجذب المستثمرين	0	0	1	35	44	4.54	0.526	موافق بشدة
تزداد المنافسة على الأوراق المالية الحكومية باعتبارها منخفضة المخاطر .	0	0	0	44	36	4.45	0.501	موافق بشدة
انخفاض تكاليف التعاملات بالأوراق المالية الحكومية يزيد من المنافسة عليها لأنها أدوات مستحدثة في مجال التداول .	0	0	1	48	31	4.37	0.513	موافق بشدة
إن المنافسة هي القوة المحركة لكفاءة وعمق السوق المالي	0	0	2	55	23	4.26	0.497	موافق بشدة
نتيجة الفرضية الثالثة	0	0	4	182	134	4.40	0.401	موافق بشدة

المصدر: من إعداد الباحثة

أوضحت النتائج المتعلقة بمتغير هذه الفرضية في الجدول رقم (8)، أن المتوسط المرجح بلغ (4.40) والانحراف المعياري كان (0.401)، وقد راوح المتوسط بين (4.26) و (4.54)، وقد كانت أعلى الفقرات هي الفقرة القائلة: "أن سيولة الأوراق المالية الحكومية تجذب المستثمرين". بمتوسط (4.54) وانحراف معياري (0.526)، أما أدنى الفقرات فقد كانت الفقرة الرابعة التي تقول: "أن المنافسة هي القوة المحركة لكفاءة وعمق السوق المالي"،

وبمتوسط (4.26) وانحراف معياري (0.497). من الناحية الوصفية فإن النتائج تشير إلى موافقة المستجيبين على أن المنافسة التي تتمتع بها الأوراق المالية الحكومية تزيد من عمق السوق المالي وكما قلنا سابقاً إن المؤشرات الوصفية التي أشير إليها لا يمكن الاعتماد بشكل كامل في قبول الفرضية أو رفضها. ومن ثم استخدم اختبار T-Test لفحص الدلالة الإحصائية لهذا المتغير، وقياس الفروق المعنوية لهذه المتوسطات.والجدول رقم (9) يبين نتائج الاختبار، فقد بلغت قيمة T(31.231) وهي ذات دلالة عند مستوى معنوية أقل من 0.05 بمتوسط إجابات (4.40) وبانحراف معياري (0.401)، وعليه فإن هذه الأرقام الإحصائية تجعلنا نقبل الفرضية الثالثة القائلة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المنافسة بين المستثمرين على الأوراق المالية الحكومية كونها مرتفعة السيولة ومضمونة من قبل الحكومة وزيادة عمق السوق المالي.

الجدول رقم (9) : نتائج الفرضية الثالثة باستخدام اختبار T-Test

العدد	المتوسط	الانحراف المعياري	الخطأ المعياري للوسط الحسابي	اختلاف المتوسط	T	df	Sig.(2-tailed)	مجال الثقة	
								الأعلى	الأقل
80	4.40	0.401	0.045	1.40	31.231	79	0.000	1.49	1.31

المصدر :من إعداد الباحثة

<u>اختبار الفرضية الرابعة:</u> لاختبار فرضية الدراسة الرابعة جمعت إجابات العينة على الأسئلة التي تعبر عن الفرضية القائلة توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الثقة التي تتمتع بها الأوراق المالية الحكومية وزيادة عمق السوق المالي ويبين الجدول رقم (10) الإجابات التي تم الحصول عليها.

الجدول رقم (10) : قيم الانحرافات المعيارية والمتوسطات لبنود الفرضية الرابعة

الفرضية الرابعة	غير موافق إطلاقاً	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة	المتوسط	الانحراف المعياري	النتيجة
إن الأوراق المالية الحكومية تحظى بثقة المتعاملين	0	2	2	46	30	4.30	0.644	موافق بشدة
يزداد حجم التداول بالأوراق المالية الحكومية المتمتعة بالثقة مما يزيد عمق السوق المالي .	0	1	0	42	37	4.44	0.570	موافق بشدة
إن انخفاض مخاطرة الأوراق المالية الحكومية يجعلها أكثر ثقة.	1	1	1	61	16	4.12	0.603	موافق
إن إصدار الحكومة للأوراق المالية يجعلها تتمتع بثقة المتعاملين	0	1	0	29	50	4.60	0.565	موافق بشدة
نتيجة الفرضية الرابعة	1	5	3	178	133	4.45	0.501	موافق بشدة

المصدر: من إعداد الباحثة

يبين الجدول السابق:

أن المتوسط المرجح (4.45) ويدل على الموافقة بشدة على المحور الرابع من قبل المستجيبين حسب المقياس الخماسي وبانحراف لمعياري(0.501). وقد تأرجح المتوسط بين (4.12) و(4.60). وكانت أعظم قيمة في الفقرة الرابعة بمتوسط (4.60) وانحراف معياري (0.565) المتمثلة بأن "إصدار الحكومة للأوراق المالية يجعلها تتمتع بثقة المتعاملين"، وتجسدت أدنى قيمة للمتوسط في الفقرة المعنونة بأن "انخفاض مخاطرة الأوراق المالية الحكومية يجعلها أكثر ثقة" بمتوسط (4.12) وانحراف معياري (0.603). ومن خلال الجدول رقم (11) الذي يبين أن قيمة T قد بلغت (25.906) وهذا يدل على مستوى مرتفع لهذا المتغير وعليه فإن هذه النتائج توفر دليل إحصائي كافياً لقبول الفرضية الرابعة والاستنتاج بأنه يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الثقة التي تتمتع بها الأوراق المالية الحكومية و زيادة عمق السوق المالي.

الجدول رقم (11) : نتائج الفرضية الرابعة باستخدام اختبار T-Test.

العدد	المتوسط	الانحراف المعياري	الخطأ المعياري للوسط الحسابي	اختلاف المتوسط	T	df	Sig.(2-tailed)	مجال الثقة	
								الأعلى	الأقل
80	4.45	0.501	0.056	1.45	25.906	79	0.000	1.56	1.34

المصدر: من إعداد الباحثة

<u>اختبار الفرضية الخامسة:</u> التي تقول: أنه لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المصداقية التي تتمتع بها الأوراق المالية الحكومية و زيادة عمق السوق المالي. وكما هو الحال سابقاً أنشئ متغير خاص بهذه الفرضية اعتمادا على أبعاد هذه الفرضية ومكوناتها وقد وضحت النتائج الوصفية في الجدول رقم (12).

الجدول رقم (12) : قيم الانحرافات المعيارية والمتوسطات لبنود الفرضية الخامسة

الفرضية الخامسة	غير موافق إطلاقاً	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة	المتوسط	الانحراف المعياري	النتيجة
الأوراق المالية الحكومية تتمتع بالمصداقية	1	0	2	43	34	4.36	0.661	موافق بشدة
صدور الأوراق المالية الحكومية عن الحكومة يمنحها خاصية المصداقية بين المتعاملين	0	0	0	38	42	4.53	0.503	موافق بشدة
إن تحديد أسعار الأوراق المالية الحكومية عبر المزاد العلني، يجعلها أكثر مصداقية	0	1	2	41	36	4.40	0.608	موافق بشدة
إن ازدياد مصداقية الأوراق المالية الحكومية بين المستثمرين يزيد من حجم تداولها	2	0	2	14	62	4.68	0.759	موافق بشدة
نتيجة الفرضية الخامسة	3	1	6	136	174	4.52	0.530	موافق بشدة

المصدر : من إعداد الباحثة .

بينت النتائج أن :

المتوسط المرجح قد بلغ (4.52) والانحراف المعياري (0.530). وقد تأرجح المتوسط بين (4.36) و(4.68). وكانت أعظم قيمة في الفقرة الرابعة بمتوسط (4.68) وانحراف معياري (0.759) المتعلقة ب "إن ازدياد مصداقية الأوراق المالية الحكومية بين المستثمرين يزيد من حجم تداولها"، وقد تجسدت أدنى قيمة للمتوسط في الفقرة الأولى بمتوسط (4.36) وانحراف معياري بلغ (0.661)، والقائلة: "إن الأوراق المالية الحكومية تتمتع بالمصداقية ". وكما هو الحال في الفرضيات السابقة فقد استخدم اختبار درجة الدلالة الإحصائية للمتغير المعبر عن هذه الفرضية اعتمادا على اختبارT-Test ، فقد أوضحت النتائج أن قيمة T (25.613)، أي أن قيمة هذا المتغير مرتفعة، وذلك عند مستوى معنوية sig أقل من 0.05 وبتالي يوجد علاقة تأثير جوهري للمتغير المستقل على المتغير التابع، وبناء على ذلك فإننا تقبل فرضية البديلة والقائلة: أنه يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المصداقية التي تتمتع بها الأوراق المالية الحكومية و زيادة عمق السوق المالي، وهذا ما توضحه النتائج التفصيلية لهذه الفرضية في الجدول رقم (13).

الجدول رقم (13): نتائج الفرضية الخامسة باستخدام اختبار T-Test

العدد	المتوسط	الانحراف المعياري	الخطأ المعياري للوسط الحسابي	اختلاف المتوسط	T	df	Sig.(2-tailed)	مجال الثقة	
								الأعلى	الأقل
80	4.52	0.530	0.059	1.52	25.613	79	0.000	1.64	1.40

المصدر: من إعداد الباحثة

<u>اختبار الفرضية السادسة:</u> القائلة: أنه لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأمان الذي تتمتع به الأوراق المالية الحكومية و زيادة عمق السوق المالي، ويبين الجدول رقم (14) عن إجابات العينة عن أسئلة التي تعبر عن هذه الفرضية.

الجدول رقم (14): قيم الانحرافات المعيارية والمتوسطات لبنود الفرضية السادسة

الفرضية السادسة	غير موافق إطلاقاً	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة	المتوسط	الانحراف المعياري	النتيجة
تتمتع الأوراق المالية الحكومية بالأمان كونها صادرة عن الحكومة	0	0	1	43	36	4.44	0.524	موافق بشدة
إن المخاطرة المنخفضة التي تتمتع بها الأوراق المالية الحكومية تجعلها أكثر أماناً	0	0	3	34	43	4.50	0.574	موافق بشدة
سهولة تسييل الأوراق المالية الحكومية يعطيها خاصية الأمان	0	0	2	32	46	4.55	0.549	موافق بشدة
الأوراق المالية الحكومية تمنح الأمان للمستثمرين المؤسساتيين كونها تصدر بقيم صغيرة تزيد من عمق السوق المالي	0	2	1	35	42	4.46	0.655	موافق بشدة
نتيجة الفرضية السادسة	0	2	7	144	167	4.45	0.447	موافق بشدة

المصدر: من إعداد الباحثة .

بينت النتائج الذي يوضحها الجدول رقم (14) أن:

المتوسط المرجح قد بلغ (4.45) الذي يشير بحسب مقياس ليكرت الخماسي إلى الموافقة بشدة على المحور السادس وبانحراف معياري (0.447). وقد تأرجح المتوسط بين (4.44) و(4.55). وكانت أعظم قيمة في الفقرة القائلة: " سهولة تسييل الأوراق المالية الحكومية يعطيها خاصية الأمان" بمتوسط (4.55) وانحراف معياري (0.549).

وهذه النتائج الوصفية تشير إلى موافقة المستجيبين على أن الأمان الذي تتمتع به الأوراق المالية الحكومية يزيد عمق السوق المالي.

إلا أن هذه النتائج لا تكفي لأخذ القرار بالقبول أو الرفض بالفرضية لذلك سيتم اختبار درجة الدلالة الإحصائية للمتغير المعبر عن هذه الفرضية اعتمادا على اختبارT-Test كما هو الحال في الفرضيات السابقة وأوضحت النتائج أن قيمة sig أقل من 0.05 عندئذ نقر بمعنوية قيمةT ،والتي تساوي (29.000)، وهي قيمة مرتفعة، وبتالي يوجد علاقة تأثير جوهري للمتغير المستقل على المتغير التابع، وبناء على ذلك فإننا تقبل فرضية البديلة والقائلة: يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأمان الذي تتمتع به الأوراق المالية الحكومية و زيادة عمق السوق المالي، وهذا ما توضحه النتائج التفصيلية لهذه الفرضية في الجدول رقم (15).

الجدول رقم (15): نتائج الفرضية الخامسة باستخدام اختبار T-Test

العدد	المتوسط	الانحراف المعياري	الخطأ المعياري للوسط الحسابي	اختلاف المتوسط	T	df	Sig.(2-tailed)	مجال الثقة	
								الأعلى	الأقل
80	4.45	0.447	0.050	1.45	29.000	79	0.000	1.55	1.35

المصدر: من إعداد الباحثة

<u>خامساً: النتائج والتوصيات</u>

أ- النتائج:

نتيجة التحليل واختبار الفرضيات تم التوصل إلى النتائج التالية:

١. إن الأوراق المالية الحكومية هي أصول قابلة للتسييل والتداول بسرعة، وتسهم السيولة المرتفعة لهذه الأوراق في زيادة عمق السوق المالي.
٢. إن المنافسة بين المستثمرين على الأوراق المالية الحكومية كونها مرتفعة السيولة ومضمونة من قبل الحكومة تزيد من حجم التداول، وبالتالي يزداد عمق السوق المالي.
٣. إصدار الحكومة للأوراق المالية يجعلها تتمتع بثقة المتعاملين، وتلك الثقة التي تتمتع بها الأوراق المالية الحكومية تزيد من عمق السوق المالي.

٤. إن ازدياد مصداقية الأوراق المالية الحكومية بين المستثمرين يزيد من حجم تداولها، مما يؤدي إلى زيادة عمق السوق المالي.

٥. سهولة تسييل الأوراق المالية الحكومية يعطيها خاصية الأمان، وسيولة هذه الأوراق تجذب المستثمرين وبالتالي يزداد حجم التداول ويزداد معها عمق السوق المالي.

٦. يعاني سوق السندات الحكومية في الأردن من ضعف شديد الذي يمكن ملاحظته من خلال تدني معدلات التداول فيه، وضعف هذا السوق في الأردن يعود لثبات أسعار الفوائد على السندات الأمر الذي يجعل تحقق الربح الرأسمالي متعذراً، وذلك لأن سعر السند يتأثر مباشرة بتغيَر أسعار الفائدة السوقيَة وبصورة عكسية، فإذا ارتفع سعر الفائدة هبط سعر السند، وإذا انخفض سعر الفائدة فإن سعر السند يرتفع.

٧. تُعدّ الأدوات المالية الحكومية أدوات مالية جديدة حديثة العهد، إلا أن الإصدارات المختلفة من الأذون وسندات الخزينة سوف تشكل مع تتاليها، وزيادة الرصيد القائم منها، وزيادة عمق وسيولة السوق الثانوية لها، أداة مهمة تساعد على زيادة عمق وسيولة السوق المصرفية، وفي النهاية سينعكس ذلك بشكل إيجابي على تطوير القطاع المصرفي والسوقين المالية النقدية.

٨. يُساعد سوق الأوراق المالية الحكومية في سورية على توفير أدوات تسمح بتطوير سوق ما بين المصارف، وبالتالي ستزيد من درجة كفاءة إدارة السيولة بها، وترفع من درجة تطورها المالي بحيث تتمكن المصارف من تقديم هذه السندات ككفالة لضمان الاقتراض من المصرف المركزي " تسهيل لومبارو " وسيكون بوسع المصارف تحسين قدرتها على التنافس في استقطاب ودائع الزبائن، وذلك لأنها ستجد نافذة مستمرة لإعادة استثمار الأموال المودعة .

٩. كان هناك إحجام كبير من قبل المصارف العاملة في سورية على التقدم لهذا المزادات، حيث ألزمت الحكومة هذه المصارف على المشاركة عند طرحها للأوراق المالية الحكومية.

١٠. كان لانخفاض معدل الفائدة التأشيري في نشرات الإصدار على مزادات أذون وسندات الخزينة سبباً أساسياً في امتناع المصارف الخاصة عن المشاركة في المزادات، وذلك على الرغم من أن المصارف الخاصة تعاني من زيادة أكبر في فائض السيولة من الزيادة في فائض السيولة التي يعاني منها القطاع العام، إلا أن أكثر المصارف الخاصة لم تكن مستعدة لإقراض الحكومة أموالاً بهذه الأسعار التأشيرية المنخفضة، وهذا الأمر بالتالي سيحد من التنافسية بين المصارف العامة والخاصة في سوق الأوراق المالية

الحكومية، مما يشكل عائقاً أمام تكوين سعر فائدة مرجعي للأصول المختلفة في القطاع المالي، وتحد من تطور القطاع المصرفي وخصوصاً سوق ما بين المصارف.

١١. تُعدّ أذون وسندات الخزينة من أهم الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي والنقدي نظراً لتمتعها بجاذبية كبيرة بسبب انعدام درجة المخاطرة فيها إضافة إلى سيولتها الكبيرة، وتشكل الإصدارات المرجعية للسندات الحكومية منحنى عائد مرجعي خال من المخاطرة يساهم في تسعير كافة الأصول والأدوات المالية الأخرى مما يؤدي إلى تطوير السوق المالي والنقدي.

١٢. تعد المزادات من أهم الطرق المستخدمة وأكثرها انتشاراً في طرح الأذون والسندات الحكومية على الجمهور، وتمنع أغلبية الدول المصارف المركزية من المشاركة في مزادات الأوراق المالية الحكومية من أجل تمويل عجز الحكومة، بينما تسمح دول أخرى للمصرف المركزي بالمشاركة في المزادات عن طريق العطاءات غير التنافسية، وذلك لغايات إدارة السيولة، وقد تم في سورية طرح الأوراق المالية الحكومية على شكل مزادات.

١٣. تلعب السندات الحكومية والأسواق التي يتم فيها تداولها دوراً مهماً للمصرف المركزي يتمثل في تطبيق السياسة النقدية عن طريق تفعيل أهم أدوات السياسة النقدية غير المباشرة وهي عمليات السوق المفتوحة، وكذلك تلعب السندات الحكومية دوراً كبيراً بالنسبة للسياسة المالية يتمثل في أنها تتيح مصدراً رئيسياً للاحتياجات التمويلية للدولة قائماً على أسس حقيقية غير تضخمية، كما أنها تزيد من كفاءة إدارة الدين العام.

ب. **التوصيات:**

مما تقدم فإننا نقدم التوصيات التالية:

١. إيلاء اهتمام أكبر لتنظيم العمل في بورصة دمشق للأوراق المالية، لأن ذلك من شأنه أن يؤدي إلى زيادة مستوى الشفافية فيه وإعطاءه السمعة، والسماح بدخول الاستثمارات الأجنبية، حيث وجدت الباحثة من خلال إجراءها الدراسة على سوق عمان للأوراق المالية أن السوق على مستوى عالي من التنظيم هذا وتقوم هيئة الأوراق المالية بإشراف على بورصة عمان وأعضاءها والشركات المدرجة فيها وتتعاون البورصة مع الهيئة بشكل وثيق لمراقبة عمليات التداول فيها، كما تقوم البورصة باقتراح التعديلات على التشريعات والأنظمة التي تتعلق بتطورها وحماية المستثمرين.

٢. الاستفادة من التكنولوجيا المتطورة بالشكل الذي يزيد من عدد المتعامليين في السوق من خلال استخدام أحدث الوسائل لنشر المعلومات، الشيء الذي يحقق الشفافية ويزيد من عمق سوق دمشق للأوراق المالية، حيث وجدت الباحثة أن سوق عمان للأوراق المالية قد طبق نظام التداول الإلكتروني عن بعد منذ عام ٢٠٠٠، وتطبيق نظام التداول الإلكتروني الفرنسي وربط شركات الوساطة المتواجدة داخل مدينة عمان مع نظام التداول الإلكتروني بواسطة خطوط مؤجرة وخطوط ألياف ضوئية، كما قامت البورصة بتنفيذ مشروع الربط اللاسلكي ما بين الموقع الرئيسي للبورصة والموقع الاحتياطي، وذلك لضمان استمرار الاتصال في حال انقطاع خط الألياف الضوئية، الأمر الذي أسهم في رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وتوفير الشفافية والأمان للمتعاملين والمستثمرين في البورصة.

٣. أن تزيد بورصة دمشق للأوراق المالية من نشاطها وفعاليتها لتصبح عضو فاعل في المنظمات والاتحادات المحلية والدولية، حيث لاحظت الباحثة أن سوق عمان للأوراق المالية يُعدّ عضو فاعل في معظم الاتحادات والمنظمات وطرف في معظم اتفاقيات الإدراج.

٤. أن تكون إصدارات سندات الخزينة مناسبة للمشاريع التنموية المصدرة لأجلها من حيث مدة الإصدار.فقد تم إصدار سندات خزينة مدتها لا تتناسب مع المشاريع التنموية التي تمولها وكانت أقصى مده لها (٥) سنوات، وطُرِحت لتمويل مشاريع ضخمه تنموية كمشاريع في مجال الطاقة الكهربائية، إلا إن هذه المشاريع تحتاج إلى فترات زمنية طويلة لا تتناسب مع الجدول الزمني للسندات الصادرة والمخطط لإصدارها.

٥. زيادة عدد الشركات المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية فهي قليلة بالمقارنة مع بورصة عمان للأوراق المالية التي تأسست عام ١٩٧٨ بعدد بلغ (٦٦) شركة تداول، في الوقت الذي كان عدد شركات التداول في بورصة دمشق (١٢) شركة فقط.كما يجب العمل على أن تكون هذه الشركات متنوعة تشمل جميع القطاعات الاقتصادية.

٦. الاهتمام الإعلامي العربي والدولي بسوق دمشق للأوراق المالية، وذلك من خلال الزيارات المتكررة للسوق، فهو يمثل أداة اقتصادية لها تأثيرها على الاقتصاد السوري، حيث لم يحظ هذا السوق الاهتمام المطلوب بالمقارنة مع سوق عمان للأوراق المالية الذي تستحوذ أخباره معظم الاهتمام .

٧. القيام بدراسة متأنية ودقيقة قبل طرح الأوراق المالية الحكومية من قبل الحكومة السورية، حيث قامت وزارة المالية بإلغاء مزاد سندات الخزينة المقرر بتاريخ ٢٠١١/٣/١٤، ذي القيمة الاسمية (١) مليار ليرة سورية، وفترة الاستحقاق التي تساوي سنة واحدة ، ومثل هذا الإجراء إذا تكرر فسوف يكون له تأثيرات سلبية على مصداقية الحكومية وسلامة المزاد، مما سيؤدي إلى ارتفاع علاوة المخاطر، وارتفاع تكلفة الدين على المدى الطويل .

٨. زيادة وعي المواطن السوري بآلية عمل السوق وكيفية توظيف مدخراته بها وتشغيل هذه المدخرات سواء كانت صغيرة أو متوسطة أو مكتنزات عقيمة من خلال المزيد من العمل الإعلامي والنشرات الدورية و ورشات العمل والندوات وغيرها.

٩. تطوير بنية الاتصالات و البنى التحتية اللازمة لجذب الاستثمارات الأجنبية ومنح المستثمر إعفاءات ضريبية أكثر مما هو متاح.

١٠. تغيير شروط الإدراج في السوق الموازي (أ و ب) بالمقارنة مع شروط الإدراج في السوق النظامي نلاحظ أنه تم إلغاء شرط الربحية والسماح بإدراج شركات خاسرة وهذا يؤدي إلى خلق مخاطر، حيث أن إدراج شركات ما زالت خاسرة، ولا يعرف متى تنتقل إلى مرحلة الربحية وتصبح منافسة يؤدي إلى زيادة المخاطر.

١١. يجب أن تقوم الحكومة بتسعير الأوراق المالية الصادرة بسعر يتحدد من خلال قوى السوق ليلبي حاجة كل من المقترض والمقرض على أن يتم الربط بين سعر الفائدة والتضخم، وليس بسعر تأشيري يحدد من قبل المقترض يلبي حاجته للأموال فقط بغض النظر عن الاعتبارات الأخرى لقوى السوق المختلفة، فبهذه الطريقة فقط تضمن الحكومة مشاركة أكبر من قبل القطاع الخاص في المزادات، وفي هذا السياق يخشى من أن تتحول الإصدارات المختلفة من الأذون والسندات الحكومية وسيلة لتوظيف السيولة الفائضة لدى المصارف العامة والخاصة على حساب المصلحة العامة، حيث سيتحمل دافعي الضرائب

تكلفة هذه الإصدارات، بينما يستفيد حملة الأسهم في المصارف من الأرباح الناتجة عن هذه التوظيفات المضمونة في الأوراق المالية الحكومية، ولكن هذا الأمر بدوره قد ينعكس إيجابا على النشاط الاقتصادي ككل، إذ أن زيادة أرباح المصارف نتيجة تشغيلها للسيولة الفائضة لديها، سوف يمكنها من القيام بزيادة رأسمالها عن طريق توزيع أرباح على شكل أسهم مجانية، ويمكنها أيضاً من توزيع أرباح نقدية على المساهمين، وهذا يعني ارتفاع أعداد المتعاملين مع المصارف مع تحسن أرباحها وبالتالي دخول أموال جديدة في النشاط الاقتصادي.

١٢. تحسين الشفافية في عملية إصدار السندات الحكومية، مثل اعتماد برنامج مسبق ومعلن للإصدارات وزيادة الإفصاح حول عمليات تمويل الحكومة ونتائج المزادات .

١٣. السعي لدراسة المعاملة الضريبية على الاستثمار واقتناء السندات الحكومية، بما يخلق الحوافز على الاستثمار بهذه السندات، ويحقق التوازن في المعاملة الضريبية مع بقية الأدوات المالية والاستثمارية.

١٤. قبل كل تلك التوصيات يجب العمل على انتقاء الكوادر الإدارية والفنية بشكل دقيق وأن يكونوا من ذوي الخبرة والنزاهة وأن لا تدخل في انتقائهم معايير المحسوبية والواسطة الأمر الذي يحد من التواطؤ والمخاطر الأخلاقية.

المراجع باللغة العربية

أولاً: الكتب العربية

١. أبو زيد ،أحمد صبري، "دور سوق المال في تنمية الاستثمارات في مصر"، دار المعرفة الجامعية، القاهرة، ٢٠٠٠.

٢. أندراوس، عاطف وليم، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ٢٠٠٦.

٣. برنية ،محمد يسر، "تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية ودور السلطات النقدية "، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، ٢٠٠٤.

٤. جودة، صلاح السيد، "بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا "، مكتبة ومطبعة الإشعاع، الطبعة الأولى، مصر،٢٠٠٠.

٥. حسن ،أمين عبد العزيز، " الأسواق المالية"، دار قباء الحديثة، القاهرة،٢٠٠٧.

٦. حسين، عصام، "أسواق الأوراق المالية (البورصة)"، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، ٢٠٠٨.

٧. الحسيني ،صلاح حسن: الدوري، مؤيد عبد الرحمن، " إدارة البنوك (مدخل كمي واستراتيجي معاصر)"، دار وائل للنشر، الأردن ، ٢٠٠٠.

٨. الحميدي ،عبد الرحمن: عبد الرحمن خلف ،"النقود والأسواق الإسلامية"، دار الخرجي، الرياض ،١٩٩٧.

٩. الحنفي، عبد الغفار "أسهم –سندات- وثائق الاستثمار-الخيارات"، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية،٢٠٠٠.

١٠. الحنفي، عبد الغفار،" بورصة الأوراق المالية (أسهم – سندات- وثائق استثمار-خيارات)" ، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، ٢٠٠٣.

١١. خربوش،حسن علي ، أرشيد ،عبد المعطي رضا، "الأسواق المالية "، دار زهران، عمان، ١٩٩٨.

١٢. خلف، فليح حسن، "الأسواق المالية والنقدية"، دار جدار للكتاب العالمي، الأردن ،٢٠٠٦.

١٣. الداغر، محمود محمد، "الأسواق المالية (مؤسسات- أوراق- بورصات) ، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ٢٠٠٥.

١٤. الدسوقي، إيهاب "اقتصادية كفاءة البورصة"، دار النهضة العربية القاهرة ،٢٠٠٠.
١٥. دويدرا،محمد، " مبادئ الاقتصاد السياسي"، منشورات الحلبي، بيروت ،لبنان ٢٠٠١.
١٦. الراوي، خالد وهيب، "إدارة المخاطر المالية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع ،عمان،٢٠٠٩.
١٧. رضوان، سمير عبد الحميد، "أسواق الأوراق المالية"، المعهد العالي للفكر الإسلامي، القاهرة، ١٩٩٦.
١٨. الزبيدي، حمزة محمود، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، ٢٠٠١.
١٩. السيد علي، عبد المنعم-العيسى، "نقود ومصارف وأسواق مالية"، دار ومكتبة الحامد، عمان، ٢٠٠٤.
٢٠. شاكر، نبيل، "الإدارة الفعالة للأموال والمشروعات، منهج تنمية القدرات المعرفية والمهارية" ، مكتبة عين شمس القاهرة، مصر٢٠٠٠.
٢١. الشعار، نضال، "الأسواق المالية وأدواتها البورصة"، دار الضاد، حلب، الطبعة الثانية ٢٠٠٢.
٢٢. الشعار، نضال، "سوق دمشق للأوراق المالية"، دار الضاد للطباعة والنشر،حلب،٢٠٠٢.
٢٣. الشواوره، فيصل محمود، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية) "، دار وائل للنشر،عمان، الطبعة الأولى ،٢٠٠٨.
٢٤. صارم، سمير، "١٠٠ سؤال..وسؤال حول (البورصة)" ، دار الرضا للنشر، دمشق،٢٠٠٧.
٢٥. صبح، محمود، "التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية"، القاهرة، ١٩٩٧.
٢٦. عبد التواب، محمد حلمي، "البورصة المصرية والبورصات العالمية"، مؤسسة الطوبجي، القاهرة،٢٠٠٤.
٢٧. عبد الجواد ، محمد عوض : الشديفات ، علي إبراهيم، " الاستثمار في البورصة"، دار الحامد ،عمان، الطبعة الأولى ٢٠٠٦.
٢٨. عبيد، سعيد توفيق، "الاستثمار في الأوراق المالية"، القاهرة، مصر، ١٩٩٨.
٢٩. عثمان، محمد: حميد، اسماعيل، "أسواق المال وسوق الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال"، دار النهضة العربية، القاهرة ،١٩٩٣.

٣٠. عجام ،ميثم، "التمويل الدولي" ، زهران للنشر ، عمان ،٢٠٠٦.
٣١. العلي، أحمد، القاسم، عبد الرزاق، "إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية"، جامعة دمشق،٢٠١١.
٣٢. الفرا، وليد،"تحليل بيانات الاستبانة باستخدام البرنامج الإحصائي spss، إدارة البرامج والشؤون الخارجية، الندوة العالمية للشباب الإسلامي، ٢٠٠٩.
٣٣. كافي،مصطفى يوسف، "بورصة الأوراق المالية"، دار مؤسسة رسلان للطباعة،سوريا ، دمشق، ٢٠٠٩.
٣٤. كنجو، كنجو: شيخا، أيمن: رشيد، مروان، "الأسواق المالية"، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية ، ٢٠٠٥.
٣٥. كنعان، علي،" أسواق مالية"، منشورات جامعة دمشق، كلية الاقتصاد ،٢٠٠٨.
٣٦. كويل، برايان، " السندات الحكومية "، دار الفاروق ،القاهرة، ٢٠٠٦.
٣٧. مجيد، ضياء، "البورصات أسواق المال وأدواتها (الأسهم والسندات)"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، ٢٠٠٨.
٣٨. محفوظ، جبار، " الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، الطبعة الأولى ،٢٠٠٢.
٣٩. مسعود، منيرة، "الأطر التنظيمية والتشريعية للأوراق المالية البورصات (دراسة مقارنة)"، نقابة المحامين فرع دمشق عام ٢٠٠٢ .
٤٠. مطر، محمد: فايز، تيم، " إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، ٢٠٠٥.
٤١. ملاك، وسام، "لبورصات والأسواق المالية العالمية"، دار المنهل اللبناني بيروت، الطبعة الأولى،٢٠٠٣.
٤٢. المهايني، محمد: الجشي، خالد: الخطيب، خالد، "المالية العامة والتشريع الضريبي"، جامعة دمشق ٢٠٠٠.
٤٣. ميخائيل، أمطانيوس،" القياس النفسي"،جامعة دمشق، ٢٠٠٦.
٤٤. ناشد ، سوزي عدلي، " المالية العامة"، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت ،٢٠٠٣.
٤٥. الناصر ، ناصرعبيد،" المالية العامة "، مطبعة الداودي ، دمشق ، ١٩٩٨.
٤٦. نداء محمد صبري ابراهيم، "أثر القوائم المالية المنشورة على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية في مصر"، كلية التجارة، جامعة عين شمس،١٩٩٧.

٤٧. نوفل، صبري حسن، "الاستثمار في الأوراق المالية، مقدمة للتحليل الفني والأساسي "، كتاب الأهرام الاقتصادي العدد(١٠٠)، دار المعرفة الجامعية القاهرة ١٩٩٥.
٤٨. هندي، منير إبراهيم، " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف الإسكندرية ،١٩٩٩ .
٤٩. هندي، منير إبراهيم، "الأوراق المالية وأسواق المال"، منشأة المعارف،الإسكندرية،٢٠٠٦.

ثانياً: البحوث والتقارير والنشرات والمجلات العلمية

١. بوحسون، ياسر، "واقع وآفاق الشركات المساهمة في سورية"، مجلة بحوث جامعة حلب، سلسلة العلوم الاقتصادية-العدد ٧ -٢٠٠١.
٢. حبش، محمد وائل، "دراسة تحليلية في الأثار المحتملة لزيادة الحدود السعرية للتداول في السوق المالية"، مجلة الاقتصادية، العدد٤٠٩ .
٣. حداد ، فراس، " السندات الحكومية بين مؤيد ومعارض "، مجلة أبيض وأسود، العدد ٣٢٨.
٤. الشماع، همام، "الاقتصادية الخليجية"، ٢٣-٧-٢٠١١.
٥. الشوم، محمود، "أهمية إصدار سندات الخزينة وتسنيد الدين العام في إطار إصلاح المالية العامة في سورية "، دمشق، مجلة عالم المال، العدد٣ – ٢٠٠٧.
٦. الشوم، محمود، " أهمية إنشاء سوق سندات الخزينة للاقتصاد القومي"، دمشق، مجلة عالم المال، العدد٧ - ٢٠٠٧.
٧. طوفان، أمية، "سياسات وأدوات تطوير الأسواق المالية العربية"، مجلة المصارف العربية، بيروت المجلد ١٣ العدد ١٥٤.
٨. عبد الرحمن، أحمد، "العولمة المظاهر والأسباب"، مجلة العولمة الاجتماعية،مجلد،٢، ١٩٩٨.
٩. الفرعان، محمد،"بورصة عمان (نشأتها- تطورها- نظامها القانوني) دراسة مقارنة" بحث غير منشور، جامعة مؤتة، ٢٠٠١.
١٠. المجالي، إياد خالد شلاش، "محددات الطلب على الاستثمار في أسهم قطاع الصناعة الأردني خلال الفترة ١٩٧٨-٢٠٠٧" أطروحة دكتوراة، جامعة دمشق، ٢٠١١-٢٠١٢.

١١. المقابلة، علي حسن: برهومة، سمير فهمي، " كفاءة سوق عمان المالية- قطاع البنوك عند المستوى الضعيف"، مجلة الإدارة العامة، الرياض، المجلد (٤١)،العدد (٤)، كانون الثاني، ٢٠٠٢.

١٢. مملوك، أنس، " تحليل دور سوق الأوراق المالية في عملية تشجيع الاستثمار في سورية" ، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، ٢٠١٠.

١٣. بحث بعنوان، " المخاطرة وأنواع المخاطر التي تواجهها الأوراق المالية الحكومية "على الموقع (www.syrianfinance.org).

١٤. الوثائق الرسمية والنشرات والمجلات والتقارير "سوق عمان المالي، تطوره وانجازاته وتوجهاته المستقبلية"، دائرة الأبحاث ١٩٩٦.

١٥. هيئة الأوراق المالية، نشرات عن تطور الأوراق المالية- دائرة الدراسات والتخطيط ٢٠٠٧.

١٦. تقرير مجلس إدارة سوق دمشق الأوراق المالية ٢٠٠٧ – ٢٠٠٨ ولغاية ٢٠٠٩/٨/٣١.

١٧. نشرة بورصة عمان، دائرة الأبحاث، ٢٠٠٧.

١٨. سوق دمشق للأوراق المالية ، دليل المستثمر ، ٢٠٠٩.

١٩. التقرير السنوي لهيئة السوق المالية السعودية- ٢٠١١.

ثالثاً: المؤتمرات والندوات

١. بدوي، محمد عبد المطلب،" التوريق كأداة من أدوات تطوير البورصة المصرية "، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، دبي، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ٢٠٠٧.

٢. بن غريبة، سالم محمد، "المعلومات وكفاءة الأسواق المالية"، ندوة حول دور المؤسسات والأسواق المالية في إعادة هيكلة الاقتصاد الليبي، منشورات مركز بحوث العلوم الاقتصادية، بنغازي، ١٩٩٧.

٣. طريف، جليل، "تطوير قطاع الأوراق المالية في الدول العربية(تجربة بورصة عمان)"، ندوة أسواق الأوراق المالية- مركز الشرق الأوسط للأوراق المالية وتدريب البحريني، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، ٢٠٠٠.

٤. العاني، عماد محمد علي، "فعالية السوق المالية في الاقتصاد القومي- سوق نيويورك، بحث مقدم إلى المؤتمر الأول لكلية الاقتصاد في جامعة تشرين، نيسان ٢٠٠٣.

٥. العراقي، عراقي، "تطوير التقارير المحاسبية المنشورة لتنشيط السوق الأولية للأوراق"، مؤتمر آفاق الاستثمار في الوطن العربي، البنك الأهلي المصري واتحاد المصارف العربية، القاهرة، ١٩٩٢.
٦. كراسنة، ابراهيم، ورقة عمل بعنوان "السندات وتقييمها مقدمة في دورة عن إدارة الاقتصاد الكلي وقضايا القطاع المالي"، أبوظبي/٦/٣/٢٠٠٨.
٧. الميداني، محمد أيمن عزت، جمعية العلوم الاقتصادية ندوة حول "تطوير أسواق رأس المال في سورية "،١٩ شباط ،٢٠٠٢.
٨. ناصر، مثنى عبد الإله، "ندوة حول دور الأسواق في التنمية تجارب ورؤى مستقبلية اقتصادية"، طرابلس،٢٠٠٥.

رابعاً: المراسيم والقوانين

١. المرسوم التشريعي رقم ٥٥ ، قانون سوق الأوراق المالية ٢٠٠٦ .
٢. المرسوم رقم /٤٧/ لعام ٢٠٠٦،التعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق و الأسواق المالية.
٣. المرسوم التشريعي رقم /٦٠/ صادر بتاريخ ٢٠٠٧/١٠/١.
٤. المرسوم التشريعي للأوراق المالية الحكومية الصادر بتاريخ ٣/٣٠/ ٢٠٠٨، التعليمات التنفيذية في القرار رقم /١٣٢٩/.

خامساً: المواقع الإلكترونية

١. موقع مقالات علمية www.elgari.com/article83.htm.
٢. موقع وزارة المالية السورية www.syrianfinance.org.
٣. موقع بورصة عمان www.exchange.jo.
٤. الموقع الالكتروني الرسمي لسوق دمشق للأوراق المالية WWW.DSE.SY.
٥. موقع البحث العلمي www.ebsco.com.

المراجع باللغة الانكليزية

أولاً : الكتب باللغة الانكليزية

Books

1. Beaver,William. H :**"The Behavior Of Security Prices"**, TheAccounting Beview Supplement,1972.
2. . Bernard, Colasse: " **Harmonisation computable International**" ,2000.
3. Chisholm, Andrew M :" **Introduction to Capital Markets**", John Wiley & Sons,LTD, 2002.
4. fIscher,D ,& Jordan,R: "**security Analysis & Portfolio Management**",14th,ed N.y. prentice Hall,1987.
5. hull, John.c :"**options ,futures and other Derivatives"** ,5th,ed,prentice Hall ,New jersey,U.S.A,2003.
6. Leech, Nancy**," SPSS for Intermediate Statistics Use and Interpretation",** Mahwah, New Jersey London,2005**.**
7. Levy, Haim and Marshall, s: **"Portfolio and Investment Selections Theory and Practice**", Hall, INC,, N. J 1984.
8. Mcmenamin ,j ,"**Financial Management** ",London , 1999 .
9. MISHKIN ,Frederic & Eakins ,Stanley :" **Financial Markets + Institution**" , BOSTON : PEARSON 2003.
10. Mishkin, Fredric**s: "The Economics Of Money,Banking,and Financial Markets"**,London, 2005.
11. Naill, Ferguson**:"The Cash Nexus**", New York, Basic Books,2001.

12. Peter S. Rose : "**Money and Capital Markets** " ,The Financial System in the Economy " Plano Texas, BUSINESS PUPLICATIONS,1983 .

13. Rees, Bill :**"Financial Analysis"** ,Prentice-Hall N. Y ,1990 .

14. Reilly.f : "**Investment Analysis Portfolio Management**",2th, ed,111:theDryden press,1985 .

15. Reilly.f ,Brown.K**: "Investment Analysis Portfolio Management"**-2007.

16. Saunders, Anthony & Cornett, Marcia Millon: **"Financial Markets and Institutions**", McGraw-Hill/Irwin,2007.

17. Schwartz,R,: "**Institution Analizaation of the Equity Market"**. Jornal Portfolio Management 17,1991.

18. Thygerson. J. Kenneth,**" Finencial Markets and institutions",** Amanagerial Approach, Harper Collins College publeshers, USA, 1993,P156-157.

19. Webster,s New World "**Encyclopedia**", 1st ed , Newyork: Prentice Hall , 1993.

20. William,R,Nelson: "**financial market, instruments, and market makr"** ,2000.

ثانياً: التقارير والبحوث باللغة الانكليزية

Workshops Paper

1. Allen.H: "**Electronic trading in wholesale financial market" ,** its wider impact and policy issues"bank of Ebgland Quarterly Bulle th,spring,2002.
2. Bank for International Settlements : " **Recommendations for securities settlement systems"**, November, 2001.

3. Beaver, William H: **"Market Efficiency"** ,The Accounting Review, January,1981.

4. Bernstein,p,A Simple story:"**Financial Analysis Journal**",43,Nov,Dec,1987.

5. DEPARTMENT OF THE TREASURY **:" Joint Report on the Government Securities Market"**, Washington, January ,1992.

6. Dominique Dupont & Brian Sack :**"The Treasury Securities Market"**, Federal Reserve Bulletin , December ,1999.

7. Gaac: **" Electronic trading in Government Dept"** financial Market Trends ,No75,March,2000.

8. Jason Johnson and Wade Polk, the texas A&M university system: "**INVESTING IN BONDS"**, Extension publications can be found on the Web at: http://texaserc.tamu.edu, time & date access on 11/7/2009 at 09.00 pm.

9. John Y. Campbell : "***what are the Risks of_Government Bonds***?" Tenth Neemrana Conference January 11, 2009.

10. Jorge Castellanos **:" Developing Government Bond Markets Washington**", D.C. March 1998 - No. IFM-111 .

11. Leonardo Bartolini and Carlo Cottarelli **: "Designing Effective Auctions for Treasury_Securities"**, Federal Reserve Bank of New York. July 1997.

12. Loong,L: "**Capital market in new economy**" Bis Reviw 69,2000.

13. Michael J. Fleming, Warren B. Hrung, and Frank M. Keane **: "Repo Market Effects of the Term Securities Lending Facility"_**,Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, January 2010.

14. . Mohamed .A,EL-Erian & Manmohan S.,Kumar: **"Emerging Markets in Middle Eastern countries",**IMF Staff paper,vol.42,no.2,june1993.

15. M. S. Mohanty: **"Improving liquidity in government bond markets"**: what can be done.

16. RESERVE BANK OF INDIA:**"Internal Debt Management Department Mumbai"** ,A Primer on Government Securities Market . Mumbai .September 2008.

17. Robin McConnachie**:" Primary Dealers in Government Securities Markets**,Bank of England. London. May 1996.

18. Simon, Gray:" **The Management of Government Debt"**, Bank of England.London . May 1996.

19. Simon,Gray**: "GOVERNMENT SECURITIES PRIMARY ISSUANCE"**, Bank of England, July 1997.

20. World Bank : **"Developing a Government Bond Market**", An Overview,2001.

<u>**الملاحق**</u>

دور الأوراق المالية الحكومية في زيادة عمق السوق المالي

دراسة تطبيقية

يرجى وضع إشارة (X) في المكان الذي يعكس مستوى اختيارك الصحيح.

م	المحور	العبارة	موافق جداً	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق إطلاقاً
1	السيولة المرتفعة	الأوراق المالية الحكومية هي أصول قابلة للتسييل والتداول بسرعة.					
2		أن انخفاض تكلفة التعاملات بالأوراق المالية الحكومية يجعلها أكثر تداولاً.					
3		إن استمرارية سوق الأوراق المالية الحكومية يجعل سوقها أكثر سيولة.					
4		سوق الأوراق المالية الحكومية هي سوق مالية عميقة.					
5	المخاطر منخفضة	الأوراق المالية الحكومية ذات مخاطرة منخفضة.					
6		إن إصدار الحكومة للأوراق المالية يقلل من مخاطرها					
7		إن المخاطرة المنخفضة للأوراق المالية الحكومية يجعلها أكثر تداولاً					
8		الأوراق المالية الحكومية تجعل من السوق المالي سوق عميقة					
9	تعزيز المنافسة	سيولة الأوراق المالية الحكومية تجذب المستثمرين					
10		تزداد المنافسة على الأوراق المالية الحكومية باعتبارها منخفضة المخاطر					
11		انخفاض تكاليف التعاملات بالأوراق المالية الحكومية يزيد من المنافسة عليها لأنها أدوات مستحدثة في مجال التداول					
12		إن المنافسة هي القوة المحركة لكفاءة وعمق السوق المالي					

م	المحور	العبـــــــــــارة	موافق جداً	موافق	محايد	غير موافق	غير موفق إطلاقاً
13	الثـــقة	إن الأوراق المالية الحكومية تحظى بثقة المتعاملين					
14		يزداد حجم التداول بالأوراق المالية الحكومية المتمتعة بالثقة مما يزيد عمق السوق المالي					
15		إن انخفاض مخاطرة الأوراق المالية الحكومية يجعلها أكثر ثقة					
16		إن إصدار الحكومة للأوراق المالية يجعلها تتمتع بثقة المتعاملين					
17	المصداقية	الأوراق المالية الحكومية تتمتع بالمصداقية					
18		صدور الأوراق المالية الحكومية عن الحكومة يمنحها خاصية المصداقية بين المتعاملين					
19		إن تحديد أسعار الأوراق المالية الحكومية عبر المزاد العلني، يجعلها أكثر مصداقية					
20		إن ازدياد مصداقية الأوراق المالية الحكومية بين المستثمرين يزيد من حجم تداولها					
21	الأمـــان	تتمتع الأوراق المالية الحكومية بالأمان كونها صادرة عن الحكومة					
22		إن المخاطرة المنخفضة التي تتمتع بها الأوراق المالية الحكومية تجعلها أكثر أماناً					
23		سهولة تسييل الأوراق المالية الحكومية يعطيها خاصية الأمان					
24		الأوراق المالية الحكومية تمنح الأمان للمستثمرين المؤسساتيين كونها تصدر بقيم صغيرة تزيد من عمق السوق المالي					

شكراً لتعاونكم

Damascus University

College of Economics

Banking and Insurance



The role of government securities to increase the depth of the financial market
(applied study)

A Thesis Submitted For Master Degree In Banking And Insurance

Prepared by:

Shaza fahed khaddour

Supervisor:

Dr.Ahmad Alali

A.D 2013 – A.H 1434

English Abstract:

The study aimed to identify the government securities and issuance procedures, and the role
played by these securities in the financial market. And knowledge of the impact of the properties enjoyed by government securities to increase the depth of the financial market in emerging financial markets compared. and take advantage of the comparative study.

The most important findings of the study:

1.The government securities are subject to liquidate assets quickly and trading, and contribute to high liquidity of these securities to increase the depth of the financial market.
2.The government securities with low risk, and this risk low contributing to the increase in the depth of the financial market.
3. The competition enjoyed by government securities increase the depth of the financial market.
4. Issuance of government securities it enjoys the trust of dealers, and that confidence enjoyed by government securities increase the depth of the financial market.
5. The increase in the credibility of the government securities among investors increases the size of circulation, which leads to increasing the depth of the financial market.
6. Ease of monetization of government securities giving property safety, and liquidity of these securities attract investors, thereby increasing trading volume and increases with the depth of the financial market.
7.Bond market suffers in Jordan from severe weakness, which can be seen through the low rates of the trading, and the weakness of this market in Jordan due to the stability of interest rates on bonds.
8. Helps market of government securities in Syria to provide tools that allow the development of the interbank market, and thus will increase the degree of efficiency of liquidity management, and raise their degree of financial so that banks offer these bonds to ensure to ensure borrowing from the central bank "to facilitate the Omparo."
9. There was a large abstention by banks operating in Syria on this auction
10. Had a lower rate of interest in the Indicative release abstention auctions of treasury bills and bonds a major cause of private banks
11. Auctions is one of the most important methods used most widely to ask bills and government bonds to the public.
12. Play and government bonds that are traded markets where an important role of the central bank is in the application of monetary and fiscal policy.

This study concluded the following recommendations:

1. Work on the organization of work on the Damascus Stock Exchange, because it would lead to an increased level of transparency it and give reputation, thus attracting foreign and domestic investment.
2. Take advantage of cutting-edge technology and the use of the latest means of disseminating information, the thing that achieves transparency and increases the depth of the Damascus Stock Exchange.
3. To increase the Damascus Stock Exchange and effectiveness of its activity to become an active member of local organizations and associations and international organizations.
4. Be versions Treasury bonds suitable for development projects for which exporters in terms of duration version.
5. Increase the number of companies listed on the Stock Exchange Damascus Securities Exchange are few compared with the Amman Stock Exchange Securities, which was founded in 1978 the number reached (66) trading firm, at which time the number of companies trading on the Stock Exchange Damascus (12 companies) only. Should also work on that These diverse companies covering all economic sectors.
6. Do a careful study and minutes before putting government securities by the Syrian government.
7. Increase the awareness of the Syrian citizen of the market mechanism and how to employ his savings.
8. Change the terms of the insertion in the parallel market (a) and (b) as compared with the conditions of listing in the informal market, we note that the requirement was canceled profitability and allow the inclusion of loss-making companies and this leads to the creation of risk.
9. The government should pricing of securities issued at a price determined through market forces to meet every need of the borrower and the lender, and not indicative price determined by the borrower meets the needs of all funds, regardless of other considerations for the various market forces.
10. Work on the selection of the administrative and technical cadres accurately, and to be experienced and integrity and not to interfere in their selection criteria favoritism and nepotism which limits the risk of collusion and ethical.